

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

11/2008

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA NOVIEMBRE 2008

Se permite la reproducción para fines docentes
o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2008

ISSN: 1698-8701 (edición impresa)

ISSN: 1698-871X (edición electrónica)

Depósito legal: M. 46406-2004

Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS (*)

€:	Euro(s)
AAPP:	Administraciones Públicas
AFDV:	Activos financieros disponibles para la venta
AIAF:	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
APR:	Activos ponderados por riesgo
ASR:	Activos en suspenso regularizados
AT:	Activos totales
ATM:	Activos totales medios
BCBS:	<i>Basel Committee on Banking Supervision</i> (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea)
BCE:	Banco Central Europeo
BIS:	<i>Bank for International Settlements</i> (Banco de Pagos Internacionales)
BME:	Bolsas y Mercados Españoles
B:	Bancos
C:	Consolidado
CA:	Cajas de ahorros
CBE:	Circular del Banco de España
CBBE:	Central de Balances del Banco de España
CC:	Cooperativas de crédito
CDO	<i>Collateralized Debt Obligation</i>
CDS:	<i>Credit Default Swaps</i>
CEIOPS:	<i>Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors</i> (Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Fondos de Pensiones)
CIR:	Central de Información de Riesgos del Banco de España
CLO:	<i>Collateralized Loan Obligation</i>
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DGSyFP:	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DI:	Datos de los estados individuales
EC:	Entidades de crédito
ED:	Entidades de depósito
EEUU:	Estados Unidos de América
EFC:	Establecimientos financieros de crédito
FIM:	Fondos de inversión inmobiliaria
FMI:	Fondo Monetario Internacional
FMM:	Fondos del mercado monetario
FTA:	Fondos de titulización de activos
FTH:	Fondos de titulización hipotecaria
FSA:	<i>Financial Services Authority</i>
FSAP:	<i>Financial System Assessment Program</i>
IAS:	<i>International Accounting Standards</i>
ICO:	Instituto de Crédito Oficial
IEF:	<i>Informe de Estabilidad Financiera</i>
IFRS:	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IIC:	Instituciones de inversión colectiva
INE:	Instituto Nacional de Estadística
ISFLSH:	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
LGD:	Pérdida en caso de impago
LTV:	Loan to value (importe del préstamo dividido por el valor de tasación del inmueble que sirve de garantía de la operación)
m:	Millones
ME:	Margen de explotación
MEFF:	Mercado Español de Futuros y Opciones
MI:	Margen de intermediación
MiFID:	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i> (Directiva relativa a mercados de instrumentos financieros)
mm:	Miles de millones
MO:	Margen ordinario
NIC:	Normas Internacionales de Contabilidad
NIIF:	Normas Internacionales de Información Financiera
OMC:	Organización Mundial del Comercio
pb:	Puntos básicos
PD:	<i>Probability of Default</i> (Probabilidad de impago)
PER:	<i>Price Earnings Ratio</i>

(*) La última versión de las notas explicativas y del glosario puede verse en el *Informe de Estabilidad Financiera* de noviembre de 2006.

PIB:	Producto interior bruto
pp:	Puntos porcentuales
PYMES:	Pequeñas y medianas empresas
RBD:	Renta bruta disponible
ROA:	<i>Return on Assets</i> (Rentabilidad del activo)
ROE:	<i>Return on Equity</i> (Rentabilidad de los recursos propios)
RSPR:	Sector privado residente sin entidades de crédito
SIMCAV:	Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
SPV	<i>Special Purpose Vehicle</i> (Sociedad instrumental)
T. Var.:	Tasa de variación
UE:	Unión Europea
UEM:	Unión Económica y Monetaria
VAB:	Valor añadido bruto
VaR:	<i>Value at Risk</i> (Valor en riesgo)
VABpm:	Valor añadido bruto a precios de mercado

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN 11

1 RIESGOS

MACROECONÓMICOS Y

MERCADOS FINANCIEROS 15

2 ENTIDADES DE DEPÓSITO

Y OTROS PARTICIPANTES

EN LOS MERCADOS

FINANCIEROS 23

2.1 Entidades de depósito 23

2.1.1 Evolución de los riesgos bancarios 23

2.1.2 Rentabilidad 37

2.1.3 Solvencia 43

2.2 Compañías de seguros y fondos de inversión 45

3 INFRAESTRUCTURAS 47

Introducción

Desde el último *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF), el entorno económico y financiero internacional ha sido particularmente convulso, al tiempo que en la economía española se acentuó el ajuste iniciado en 2007. Así, las entidades de depósito españolas han desarrollado su actividad en unas condiciones considerablemente más difíciles que las que prevalecían hace seis meses.

En el plano internacional se está registrando la crisis financiera más compleja de las últimas décadas, lo que ha llevado a los gobiernos de numerosas economías desarrolladas a tomar medidas extraordinarias y contundentes para tratar de reconducir la situación. Así, la Reserva Federal de Estados Unidos facilitó en marzo la adquisición del banco de inversión Bear Stearns por JP Morgan, ante la imposibilidad del primero de acceder a la financiación en los mercados mayoristas. Posteriormente, el Tesoro tuvo que intervenir las agencias de financiación hipotecaria (Freddie Mac y Fannie Mae). Las dificultades no acabaron ahí, y se han producido notables quiebras (destacando la de Lehman Brothers) y procesos de consolidación bancaria, en relación con la banca de inversión (Merrill Lynch) y la comercial (Washington Mutual y Wachovia). Las tensiones se han extendido a otros sectores, haciendo necesaria la intervención de las autoridades en una de las mayores compañías de seguros del mundo, American International Group (AIG). Otras áreas geográficas también han sufrido estos episodios, destacando, hasta la fecha de redacción de este IEF, las dificultades que han experimentado algunas entidades bancarias de elevado tamaño en numerosos países europeos.

Si bien las entidades españolas no se han visto directamente afectadas por la crisis del mercado *subprime* estadounidense, han de afrontar, no obstante, como las de otros sistemas bancarios, las dificultades asociadas a la peor coyuntura económica y al endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas. Ante un entorno internacional muy complejo, las entidades de depósito españolas han reaccionado empezando a recomponer sus balances. Por un lado, están reduciendo su exposición a los sectores en los que el crédito había crecido con más intensidad en el pasado. En el pasivo, los depósitos a plazo están creciendo con intensidad. Esta recomposición de los balances bancarios, que lógicamente requiere cierto tiempo, se está viendo acompañada por unos resultados sólidos a corto plazo, por unos elevados niveles de partida de los fondos de cobertura de activos dudosos y por unos coeficientes de capital muy por encima de los mínimos requeridos. No obstante, una crisis como la que está atravesando el sistema financiero internacional, junto con la persistencia de la falta de liquidez en los mercados de financiación mayorista, y dada la progresiva utilización que de dichos mercados habían hecho las entidades españolas en los últimos años, implican elementos de dificultad adicionales para el sector bancario español en los próximos años.

Ante la excepcionalidad de los acontecimientos que se han concretado especialmente desde finales de septiembre y comienzos del mes de octubre, los gobiernos de numerosos países, entre ellos Estados Unidos, Reino Unido y los de la zona del euro, se han coordinado para adoptar una serie de medidas para reactivar los mercados y aumentar la confianza. Asimismo, y dada la notable contundencia de las medidas, cabe esperar que la situación de alta inestabilidad de los mercados financieros vaya normalizándose progresivamente. Ahora bien, en la medida en que la implementación del marco general acordado por los diferentes gobiernos pudiera concretarse en la recapitalización, a través de la ayuda directa de los gobiernos, de entidades que aparentemente no experimentan problemas de solvencia, se introducirán dis-

torsiones en la medida en que las diferencias entre aquellas entidades que han cometido errores y las que han gestionado mejor la crisis financiera internacional tienden a desaparecer. Por lo tanto, estas medidas han de ser aplicadas respetando la transparencia y el terreno de juego competitivo.

En línea con la evolución de la actividad económica, la morosidad ha crecido con intensidad desde el pasado IEF. Ahora bien, esta tendencia, que ya se había anticipado, y que persistirá en los próximos meses, está motivada por un conjunto de factores diversos y simultáneos. El deterioro de la coyuntura macroeconómica y los mayores tipos de interés están entre dichos factores. Asimismo, la mayor prudencia de la Circular Contable 4/2004 del Banco de España, que implica reconocer los dudosos con más intensidad y celeridad, así como los incentivos que introduce la nueva Ley Concursal, explican también, y lo seguirán haciendo, el nivel y el ritmo de aumento de las ratios de dudosos. Los cambios normativos implican que, a igual ritmo de deterioro de la economía, se observen mayores niveles de la ratio de dudosos y ritmos de avance más rápidos.

Para hacer frente al aumento de la morosidad, las entidades españolas cuentan con una provisión genérica que proporciona una elevada cobertura de los dudosos. A medida que siga creciendo la morosidad, resultado de deterioros adicionales en la economía, los fondos constituidos se irán utilizando. En cualquier caso, las ratios de cobertura de la morosidad no tienen que cubrir todo el riesgo, sino la pérdida final que se va a producir. En la práctica, esto se traduce en que ratios de cobertura en torno al 50% son normales para hacer frente a las pérdidas efectivas. En suma, es de esperar que las tasas de cobertura actuales, en el entorno del 100%, converjan a esos niveles, que son coherentes con los que se registran en otros sistemas bancarios de nuestro entorno. En cualquier caso, la recurrencia de los ingresos procedentes del negocio tradicional minorista, y la disposición de garantías, aportan elementos de flexibilidad adicionales para gestionar el riesgo de crédito.

A lo largo de este último año, las entidades de depósito españolas, al igual que las de otros sistemas bancarios, han experimentado dificultades para acceder a los mercados de financiación mayorista, en un contexto de notables tensiones de liquidez. No obstante, las entidades españolas han podido aprovechar las oportunidades que de forma discontinua se abrieron en el mercado, en particular en el segundo trimestre de 2008. Sin embargo, en el momento de escribir este IEF esas dificultades se han agravado considerablemente, al haber desaparecido la liquidez en numerosos mercados de financiación en el ámbito internacional.

La financiación que las entidades españolas han obtenido a lo largo de los últimos años, y que les ha permitido financiar una parte del crecimiento de su crédito, se caracteriza por estar centrada en plazos de vencimiento dilatados. Así, el saldo vivo de sus emisiones a medio y largo plazo supera en seis veces al saldo vivo de la deuda a corto, al tiempo que, dentro de la primera, el 60% los vencimientos se produce después de 2013. En cualquier caso, ante la persistencia de las tensiones en los mercados mayoristas internacionales, las entidades de depósito españolas han reaccionando recomponiendo su pasivo, y en particular intensificando notablemente la captación de depósitos a plazo. Este fortalecimiento de su ya tradicionalmente sólida base de depósitos ha sido posible, en buena medida, por el tipo de negocio minorista que desarrollan las entidades, y que se basa en la proximidad al cliente y el desarrollo de relaciones de largo plazo. Asimismo, cabe recordar que las entidades de depósito en España participan muy activamente en la distribución de fondos de inversión y de seguros de vida, lo que les permite adecuar su oferta de productos de ahorro a las circunstancias del mercado con una mayor flexibilidad. Ahora bien, y como ya se ha señalado, la persistencia de la falta de liquidez en los mercados financieros internacionales supone di-

ficultades importantes de gestión para las entidades españolas. No obstante, la aprobación de un marco de actuación común por parte de los países de la zona del euro debería contribuir a mitigarlos.

Por otro lado, la liquidez obtenida del Eurosistema, que ha aumentado desde que se iniciaran las dificultades en los mercados financieros internacionales en 2007, supone un peso muy reducido en los balances bancarios (1,39%), al tiempo que está en línea con el tamaño de la economía española en la zona del euro. Esto es así incluso considerando la medida aprobada por el BCE el día 15 de octubre, por la que se concederá a un tipo fijo toda la liquidez que sea solicitada por las entidades de crédito. Es más, teniendo en cuenta la liquidez que concede el Eurosistema en las diferentes divisas, y no solo en euros, el peso relativo de la solicitada por el sistema bancario español, en relación con su tamaño, se ha reducido.

A pesar del entorno de mayor complejidad internacional que se ha descrito y de la desaceleración de la economía española en la primera mitad de 2008, la cuenta de resultados ha evolucionado favorablemente para las entidades españolas. Esto se debe, sobre todo, a la recurrencia de los ingresos derivados del negocio tradicional de banca minorista que caracteriza a las cuentas de resultados de las entidades españolas. Asimismo, las ratios de solvencia se mantienen en niveles ampliamente por encima de los mínimos regulatorios, y ello teniendo en cuenta la prudencia con la que se está desarrollando el proceso de transición a la nueva regulación de solvencia derivada de la entrada en vigor de la Directiva de Requerimientos de Capital.

En definitiva, estamos ante una crisis financiera internacional sin precedentes, que se desarrolla en un entorno macroeconómico muy debilitado. En los últimos años, el sistema bancario español ha reforzado sus mecanismos de control y gestión de riesgos, su rentabilidad, su eficiencia y su solvencia. A pesar de que esto le sitúa en una sólida posición de partida, el sector bancario español tiene que afrontar importantes retos, que afectarán a su capacidad de generación de resultados en los próximos trimestres.

1 Riesgos macroeconómicos y mercados financieros

El entorno exterior atraviesa una situación particularmente compleja, con episodios recurrentes de fuerte inestabilidad financiera y un deterioro de las perspectivas macroeconómicas.

Desde el último *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF), el entorno económico y financiero internacional en el que operan las entidades españolas ha sido excepcionalmente complejo, con episodios recurrentes de fuerte inestabilidad financiera, tanto en Estados Unidos como en Europa. En los mercados financieros internacionales se han agravado las tensiones en los ámbitos monetarios y de crédito (gráficos 1.1.A y B), registrándose caídas en las cotizaciones bursátiles, aumentos marcados en la volatilidad, incrementos en las primas de riesgo y mayor demanda por parte de los inversores institucionales de deuda pública. A partir de julio se rompió la disociación que hasta el momento habían mostrado los mercados emergentes, que se sumaron al mal comportamiento de los correspondientes a los países desarrollados (gráficos 1.2.A y B). El contexto macroeconómico internacional se ha caracterizado por una significativa desaceleración económica en el segundo trimestre, particularmente acusada en las economías desarrolladas, y por una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento, que incrementan el riesgo de agravar las de por sí ya elevadas dificultades en el ámbito financiero.

En Estados Unidos se ha producido un deterioro adicional en el mercado de la vivienda, donde persiste el descenso de los precios (el índice S&P Case-Shiller de 20 áreas principales registró una caída del 15,9% interanual en septiembre), y en el mercado hipotecario, donde la tasa de morosidad ha crecido hasta el 6,41% para el conjunto de hipotecas, al tiempo que han aumentado las ejecuciones de hipotecas. Estos factores han supuesto pérdidas adicionales en los activos con colateral hipotecario *subprime*, incluso para los tramos con calificación crediticia elevada, afectando muy negativamente a los resultados de los bancos y de las instituciones aseguradoras, lo que les ha obligado a recapitalizarse en un entorno financiero muy adverso.

Las autoridades estadounidenses y europeas tuvieron que intervenir instituciones financieras clave, al tiempo que se produjeron quiebras, fusiones y adquisiciones entre entidades bancarias y nacionalizaciones de entidades.

Las condiciones de financiación en los mercados mayoristas se han endurecido de manera notable, con episodios de gran dificultad —incluso imposibilidad— para obtener financiación por parte de algunas entidades clave en Estados Unidos y en algunos países europeos. De hecho, el conjunto de entidades afectadas se ha ido ampliando de forma progresiva, dando lugar a nacionalizaciones, quiebras, intervenciones de entidades y a la adopción de medidas excepcionales sobre el funcionamiento de los mercados, destacando, por lo que representa de cambio en el marco regulatorio, la prohibición de la operativa de ventas en corto de acciones de entidades financieras en la bolsa.

Las instituciones afectadas en Estados Unidos van desde la banca de inversión (cuyo modelo de negocio no ha sobrevivido a las perturbaciones) y algunas entidades que desarrollaban un modelo de banca comercial, a la primera compañía de seguros del país y de las mayores del mundo (AIG), pasando por las agencias hipotecarias respaldadas por el Gobierno (Freddie Mac y Fannie Mae). Asimismo, también se vieron afectados algunos fondos de inversión en mercados monetarios. Posteriormente, se han visto involucradas en estos episodios de fuerte inestabilidad entidades de elevado tamaño de algunos países europeos (Reino Unido, Alemania, Francia, Bélgica, Holanda y Luxemburgo, entre ellos).

La gravedad de la situación ha motivado la adopción de medidas extraordinarias y sin precedentes por parte de los gobiernos, tanto en Estados Unidos, donde el Tesoro propuso un programa de gran alcance que posteriormente fue ratificado en el Senado y en el Congreso,

Desde que se iniciaran las turbulencias financieras en el verano de 2007, los episodios de elevada inestabilidad financiera se han intensificado, hasta el punto de que en los últimos meses se han sucedido las nacionalizaciones, las quiebras y las intervenciones en numerosas entidades financieras. Asimismo, la situación, que inicialmente se había manifestado de una forma abrupta en Estados Unidos, se ha trasladado también a los sistemas bancarios de algunos países europeos, especialmente de Centroeuropa y Reino Unido.

Ante la virulencia de los acontecimientos, diferentes gobiernos, con un distinto grado de intensidad, han adoptado medidas para tratar de restaurar la confianza en sus sistemas financieros; al tiempo que los bancos centrales se han coordinado con el ánimo de limitar el mal funcionamiento de algunos mercados, y en particular del interbancario.

En este recuadro se plantea una relación, en orden cronológico, de los principales eventos que se han sucedido desde el pasado mes de septiembre.

7 de septiembre: Ante el deterioro del mercado hipotecario en Estados Unidos, las agencias de financiación hipotecaria Freddie Mac y Fannie Mae son intervenidas por el Tesoro de los Estados Unidos.

15 de septiembre: Los bancos de inversión de Estados Unidos Lehman Brothers y Merrill Lynch no resisten el impacto de la crisis del mercado *subprime*, de tal modo que la primera entidad quiebra y la segunda es adquirida por Bank of America.

17 de septiembre: La Reserva Federal rescata a American International Group (AIG), la primera compañía de seguros del país y una de las mayores del mundo, que dos días antes había anunciado fuertes necesidades de capital. La intervención se justifica por el impacto que tendría en los mercados la quiebra de una compañía que participaba muy activamente en el segmento de la venta de protección a través de derivados de crédito (CDS).

16-18 de septiembre: En Estados Unidos las tensiones llegan a afectar a varios fondos de inversión monetarios.

17 de septiembre: Las dificultades sufridas por el mayor prestamista hipotecario del Reino Unido (HBOS) acaban concretándose en su compra por parte de otra entidad británica, Lloyds TSB.

19 de septiembre: Ante la gravedad de los acontecimientos que se van sucediendo de una forma casi continua, el Tesoro de los Estados Unidos, en coordinación con la Reserva Federal, propone un plan de rescate para la industria financiera, que incluía la retirada de los activos ilíquidos hipotecarios que estaban motivando las pérdidas de las instituciones financieras. Tras un largo y complejo proceso de tramitación parlamentaria, en el que en primera instancia no se aprueba el plan, el 2 de octubre este es ratificado por el Senado, que además aprueba aumentar la cuantía del fondo de garantía de depósitos.

21 de septiembre: Los dos bancos de inversión de Estados Unidos que no habían quebrado o sido adquiridos por otras entidades abandonan el modelo de banca de inversión y se convierten en bancos comerciales.

25 de septiembre: Quiebra la primera caja de ahorros de Estados Unidos, Washington Mutual, que es adquirida, con el acuerdo de las autoridades, por JP Morgan.

28 de septiembre: Ante el desplome en bolsa de Fortis, las autoridades de Bélgica, Holanda y Luxemburgo acuerdan su intervención, haciéndose con una participación en dicha entidad.

29 de septiembre: En Estados Unidos quiebra el quinto banco comercial del país, Wachovia, que pasa a manos de Citigroup, si bien posteriormente se abren negociaciones con Wells Fargo, lo que lleva a Citigroup a plantear acciones judiciales. En el Reino Unido, y tras la nacionalización de Bradford and Bingley, las autoridades británicas llegan a un acuerdo con el Banco Santander para que este se haga con la entidad. En Alemania, el Hypo Real Estate Bank, ante las dificultades de liquidez que afronta, recibe una línea de liquidez soportada por un grupo de entidades alemanas. En Islandia, el Gobierno adquiere el 75% del banco Glitnir.

30 de septiembre: El Gobierno irlandés garantiza durante dos años el total de sus depósitos, garantía que se extiende también a las cédulas hipotecarias y a la deuda, tanto sénior como subordinada. Por su parte, Bélgica Francia y Luxemburgo afrontan el rescate de Dexia.

2 de octubre: Como se ha indicado, el Senado de Estados Unidos ratifica el plan de rescate del sistema financiero. Por su parte, en Europa, Grecia garantiza el total de sus depósitos.

3 de octubre: El Gobierno holandés nacionaliza la parte holandesa de Fortis.

4-5 de octubre: El plan de rescate inicial del alemán Hypo Real Estate Bank fracasa y el Gobierno se ve obligado a rediseñarlo.

6 de octubre: La persistencia de las dificultades de Fortis hace que se alcance un acuerdo para que el francés BNP Paribas compre Fortis en Bélgica y en Luxemburgo; mientras que los Estados belga y luxemburgués mantienen minorías de bloqueo. Con esta operación, Bélgica, y en menor medida Luxemburgo, entran en el capital de BNP Paribas. El Gobierno alemán, al igual que el danés, anuncia que garantiza el 100% de los depósitos.

7 de octubre: Islandia nacionaliza su segundo mayor banco (Landsbanki). Los 27 ministros de finanzas de la UE acuerdan ampliar el importe de cobertura mínima del fondo de garantía de depósitos hasta los 50.000 euros. El Gobierno español anuncia que aumenta la cobertura del fondo de garantía de depósitos hasta los 100.000 euros, así como la creación de un fondo para la adquisición temporal de activos para potenciar la liquidez del sistema.

RECIENTEMENTE (cont.)

8 de octubre: Acción coordinada de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas para reducir los tipos de interés 50 pb. El Tesoro del Reino Unido anuncia un plan de rescate de su banca, que implica la provisión de liquidez y la participación, a través de acciones preferentes, en el capital de las entidades. Banque Populaire y Caisse d'Épargne, el grupo de bancos mutualistas francés, anuncia que están en conversaciones para su fusión.

9 de octubre: Bélgica, Francia y Luxemburgo anuncian un nuevo plan de ayuda para Dexia, entregando una garantía bancaria por el plazo de un año. Islandia asume el control de su mayor banco nacional, Kaupthing.

12-13 de octubre: Los Jefes de Estado y de Gobierno del área del euro acuerdan una estrategia conjunta para dar confianza a los mercados, y restaurar el buen funcionamiento del sistema financiero. En España, el Consejo de Ministros, reunido de forma extraordinaria, aprueba un conjunto de medidas en línea con dicha estrategia conjunta.

14 de octubre: En Estados Unidos se anuncia que el Tesoro aportará capital a las entidades y que establecerá mecanismos para garantizar nuevas emisiones de deuda por parte de las entidades.

15 de octubre: Propuesta de la Comisión Europea para modificar la Directiva que regula los fondos de garantía de depósitos. El importe de la cobertura pasa a 100.000 euros y el plazo de cobro se reduce a tres días. El BCE anuncia que concederá sin límite toda la liquidez que soliciten las entidades de crédito a un tipo fijo.

16 de octubre: El Gobierno suizo aporta capital a UBS.

18-19 de octubre: El Gobierno holandés aporta capital a ING.

21 de octubre: El banco alemán Bayern LB solicita ayuda al Gobierno alemán.

27 de octubre: El Gobierno belga aporta capital a KBC, uno de los mayores bancos belgas.

como en Europa, donde se han propuesto acciones por parte del Gobierno británico, así como por el grupo de los países de la zona del euro¹.

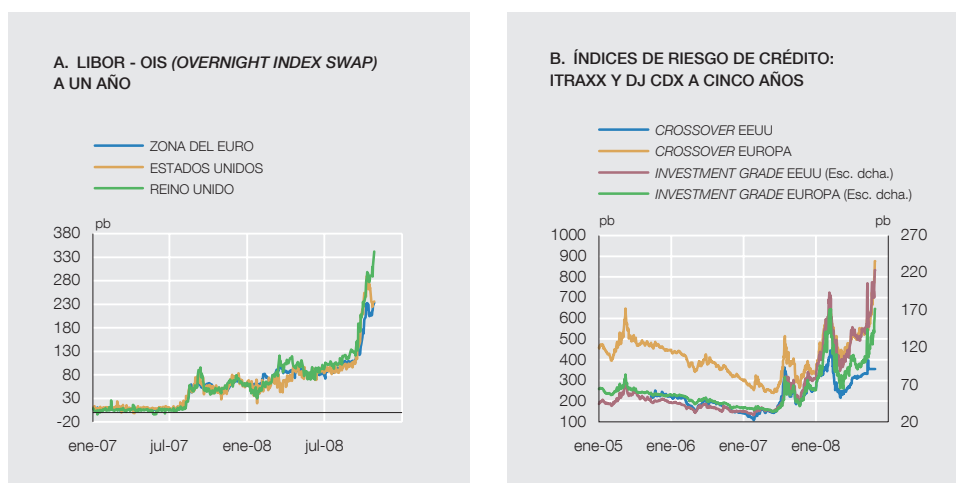
Los bancos centrales han suministrado liquidez y, en algunos casos, modificado el marco operativo para facilitar el acceso a nuevas entidades y admitir un mayor abanico de colateral.

Los bancos centrales, en especial desde finales de septiembre y a comienzos de octubre, han intermediado con más intensidad de la que venía siendo habitual en la provisión de liquidez, de tal modo que han decidido la concesión de liquidez sin límite al importe solicitado, siempre que, como es lógico, la entidad demandante de la liquidez disponga del colateral necesario. Además, se han producido cambios significativos en la operativa de algunos bancos centrales, principalmente en la Reserva Federal —que instauró nuevas facilidades de crédito, con objeto de ampliar el espectro de entidades con acceso y el colateral admitido en las operaciones de financiación— y, en menor medida, en el Banco de Inglaterra. En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal redujo los tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta situar el objetivo de los fondos federales en el 2%, el 30 de abril, mientras que el Banco de Inglaterra los bajó también en 25 pb, hasta el 5%. En este contexto de excepcionalidad, el día 8 de octubre los bancos centrales de las principales economías desarrolladas decidieron una acción coordinada para reducir los tipos de intervención en 50 pb. Esta acción sin precedentes, que en un primer momento no logró desbloquear el mal funcionamiento de los mercados ni la recuperación de la confianza, debe, sin embargo, tener un recorrido positivo en el medio plazo, contribuyendo a un mejor funcionamiento de los mercados financieros y a una recuperación progresiva de la confianza de los agentes.

El crecimiento económico de las principales economías ha resultado más débil de lo anticipado, a excepción de Estados Unidos, donde el crecimiento resultó puntualmente elevado.

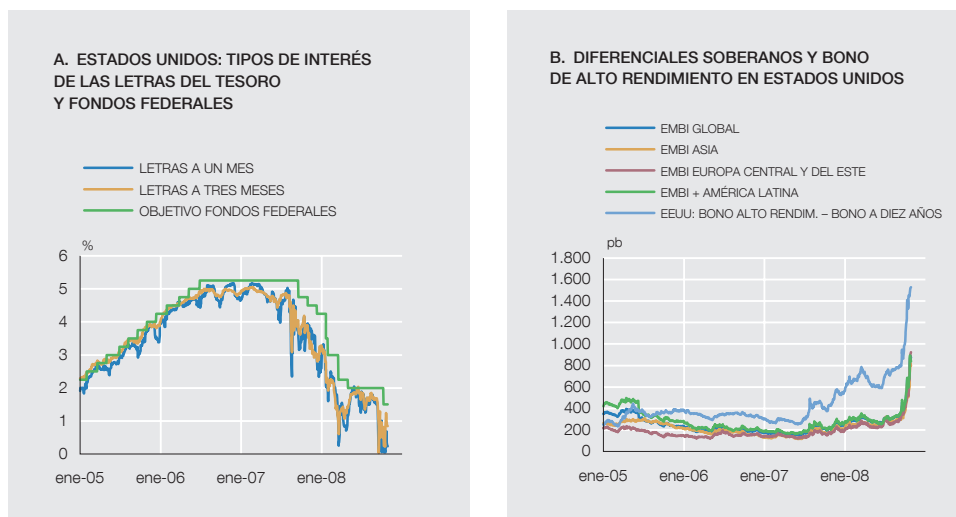
En el ámbito económico, los datos del segundo trimestre de Estados Unidos resultaron, en términos de crecimiento, más fuertes de lo esperado (2,8% trimestral anualizado) ante el buen comportamiento de las exportaciones y el sostenimiento del consumo privado apoyado por las ayudas fiscales. No obstante, se espera una significativa desaceleración en el tercer trimestre, motivada por la disminución del impulso fiscal, que podría incidir en el consumo, y por

1. El recuadro 1.1 muestra la secuencia de eventos que, de forma cada vez más acelerada, se han sucedido recientemente.



FUENTES: Bloomberg y Datastream.

TIPOS DE INTERÉS Y TENSIONES EN EMERGENTES

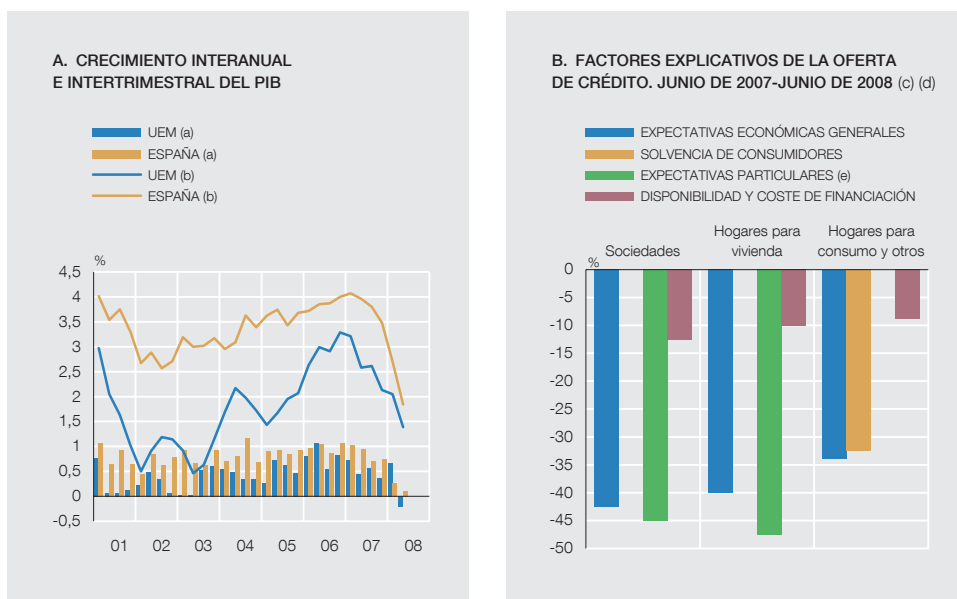


FUENTES: Bloomberg y Datastream.

una previsible menor contribución del sector exterior. Japón registró una tasa trimestral anualizada negativa en el segundo trimestre (-3%) y en el Reino Unido se redujo tres décimas (+0,8% trimestral anualizado). En las economías emergentes se ha registrado una desaceleración de la actividad, si bien, salvo contadas excepciones, esta ha sido limitada. Sin embargo, persisten cada vez más dudas acerca de la capacidad de estas economías para permanecer aisladas en relación con la fuerte inestabilidad de los mercados financieros internacionales y, por lo tanto, para mantener tasas de crecimiento tan elevadas como las que venían registrando.

El crecimiento económico de la UEM se ha resentido y se han revisado a la baja las proyecciones de su evolución futura.

En el *área del euro*, durante el segundo trimestre de 2008 se produjo una notable reducción en el ritmo de crecimiento económico. Durante dicho período el PIB se contrajo un 0,2% en términos intertrimestrales (gráfico 1.3.A). Este descenso resultó no solo de la corrección de algunos factores que impulsaron excepcionalmente el avance del producto entre enero y marzo (0,7% de aumento), sino también del entorno exterior más débil, del notable endurecimiento de las condiciones financieras, y de la evolución del precio del petróleo y de las materias



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

a. Tasas intertrimestrales.

b. Tasas interanuales.

c. Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable $\times 1$ + % de entidades que señalan cierto aumento $\times 1/2$ - % de entidades que señalan un cierto descenso $\times 1/2$ - % de entidades que señalan un descenso considerable $\times 1$.

d. Los datos representan la variación trimestral media de dichos factores entre junio de 2007 y junio de 2008, calculada como el promedio de las respuestas a las encuestas de octubre de 2007 y enero, abril y julio de 2008.

e. Expectativas relativas al mercado inmobiliario en el caso del crédito a hogares para adquisición de vivienda.

primas. En este contexto, el pasado septiembre el BCE revisó a la baja sus proyecciones, situando la expansión del PIB de la UEM entre el 1,1% y el 1,7% en 2008, y entre el 0,6% y el 1,8% en 2009, sometidas a un importante grado de incertidumbre y a riesgos de desviación a la baja que se han acentuado en los últimos meses.

Se acentúa la posibilidad de efectos de retroalimentación entre los factores financieros y reales.

Los riesgos que enfrenta el contexto financiero internacional se mantienen muy elevados, sin que puedan descartarse episodios adicionales de inestabilidad financiera con implicaciones potenciales de carácter sistémico. El proceso de desapalancamiento financiero, que implica una reducción del tamaño de los balances bancarios y un intento de fortalecimiento del capital, está resultando abrupto y, en ocasiones, desordenado. Desde una perspectiva más amplia, este proceso refleja un movimiento hacia una reducción generalizada del endeudamiento de los intermediarios financieros y una menor disponibilidad de crédito, que está empezando a afectar a las empresas y a las familias. La interrelación entre factores financieros y económicos podría agravar la ya frágil situación financiera internacional. Las medidas adoptadas de forma coordinada por las diferentes autoridades no evitan el proceso de desapalancamiento, pero sí han de contribuir a que este se produzca de un modo más progresivo y ordenado, aliviando el impacto de dicho proceso en el sector real.

En la economía española se acentuó el ajuste iniciado en 2007...

En la *economía española* se acentuó el ajuste iniciado en 2007. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB volvió a reducirse entre abril y junio [0,1%, frente al 0,8% registrado dos trimestres antes (gráfico 1.3.A)]. En términos interanuales, el ritmo de avance pasa del 3,5% al 1,8% durante el mismo período. Esta evolución resultó del acusado debilitamiento de la demanda interna —principalmente del consumo, pero también de la formación bruta de capital—, en un contexto

Los acontecimientos acaecidos en el sistema financiero desde finales de septiembre y comienzos de octubre del presente ejercicio confirman la concreción de una crisis financiera de una complejidad y virulencia nunca vista en las últimas décadas.

Las autoridades monetarias y los gobiernos de diferentes países, con un mayor o menor grado de intensidad, habían tomado decisiones con el ánimo de devolver la confianza a los mercados financieros y contribuir a restaurar su normal funcionamiento. Sin embargo, los hechos ocurridos en la semana del 6 al 10 de octubre (véase recuadro 1.1), así como el desplome de las bolsas a nivel mundial durante dicha semana, llevaron a la toma de medidas coordinadas de carácter excepcional por parte de los gobiernos de los países de la zona del euro en una reunión de urgencia celebrada el domingo 12 de octubre.

La adopción de estas medidas comunes por parte de los países de la zona del euro se enmarca en la acción coordinada desarrollada por los gobiernos de las principales áreas económicas, incluyendo Estados Unidos y Reino Unido. Dichas medidas, que habrán de ser implementadas por cada Estado miembro en función de las particularidades de su propio sistema bancario, se sintetizan en cuatro principios generales de actuación.

En primer lugar, se diseñan mecanismos que facilitan la financiación a las entidades de crédito, dadas las distorsiones persistentes en la actualidad. Así, y más allá de avalar la actuación de algunos gobiernos en lo relativo a la compra de activos de elevada calidad, se establece la posibilidad de que el Estado garantice las emisiones de deuda a medio plazo realizadas por las entidades. Se tratará de deuda sénior con un vencimiento de hasta cinco años, y el precio de las emisiones debe reflejar, al menos, su valor en condiciones normales de los mercados. El plan, que debe estar limitado en su cuantía y vigencia (hasta el 31 de diciembre de 2009), se destina a las entidades que operan en los países de la zona del euro (incluyendo las filiales extranjeras), siempre que satisfagan, al menos, los requerimientos mínimos de capital regulatorio.

En segundo término, los Estados podrán reforzar el capital de las entidades de crédito, y en particular el de primera categoría (*tier 1*), a través de la adquisición de acciones preferentes o algún otro instrumento de características similares. Los gobiernos se comprometen a suministrar capital cuando sea necesario, favoreciendo que dichas ampliaciones de capital tengan carácter privado.

En tercer lugar, se plantea un compromiso explícito para evitar la quiebra de instituciones financieras relevantes, siendo vigilantes los Estados de que en el proceso se protejan los intereses de los contribuyentes y que las ayudas de este tipo vayan acompañadas de las reestructuraciones necesarias en las entidades.

En cuarto lugar, se emplaza a las autoridades competentes a que consideren la necesidad de asegurar la flexibilidad suficiente en la implementación de las normas contables de valoración (en particular, en lo relativo a la aplicación del valor de mercado).

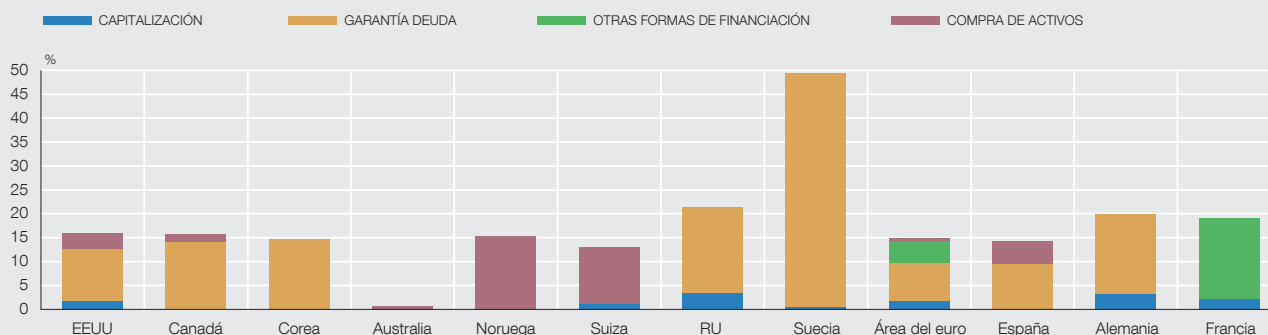
Finalmente, se refuerzan los mecanismos de vigilancia y acción coordinada entre los diferentes Estados y autoridades de la Unión Europea.

Como consecuencia del marco de actuación común decidido por los países del área del euro, el Gobierno español, que ya había tomado la decisión de ampliar la cobertura del fondo de garantía de depósitos de 20.000 euros a 100.000 euros¹ por depositante y entidad y había establecido un plan para la compra de activos de elevada calidad de las entidades con una aportación inicial de 30.000 millones de euros, ampliable a 50.000 millones de euros², ha anunciado las siguientes medidas:

- Se aprueba la concesión de avales a las entidades de crédito para garantizar las emisiones nuevas de deuda. El importe del

1. Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre. 2. Real Decreto Ley 6/2008, de 10 de octubre.

CUANTÍA MÁXIMA DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS, COMO PORCENTAJE DEL PIB (a)



FUENTE: Elaboración propia, de acuerdo con información de mercado.

a. El término cuantía máxima refleja el máximo valor que podrían alcanzar las medidas adoptadas, pero no necesariamente su valor efectivo, que posiblemente será inferior.

ESPAÑOL (continuación)

plan aprobado en 2008 es de 100.000 millones de euros. El plazo de vencimiento máximo de las emisiones será de cinco años, pero el aval podría ser también utilizado para los depósitos interbancarios.

- Se contempla, en caso necesario, la adquisición de títulos que permitan una recapitalización de las entidades que eventualmente pudieran precisarlas, a través de instrumentos como las acciones preferentes³.

Todas estas medidas se caracterizan por su excepcionalidad, acorde con la magnitud actual de la crisis. Dicha excepcionalidad se manifiesta en los propios mecanismos de actuación diseñados por los gobiernos, en su adopción coordinada por un gran número de países, y en su elevado importe máximo previsto, que puede aproximarse indirectamente por su peso sobre el PIB (véase gráfico adjunto) o por

otras variables relevantes, como sería, en su caso, el peso sobre el sistema financiero del país en cuestión.

Si bien estas actuaciones no están teniendo un impacto inmediato en la normalización de los mercados y en la recuperación de la confianza de los agentes, cabe pensar que, a medida que se vayan aplicando, sí deberían aliviar las tensiones que padece el sector financiero, al tiempo que contribuir a que el proceso de ajuste y, por lo tanto, su impacto en la economía real no sean tan abruptos como de lo contrario sería el caso. Ahora bien, su éxito depende también de que su aplicación se haga de modo transparente y sin distorsionar el terreno de juego competitivo, y sin dificultar la capacidad de discriminación entre entidades por parte de los agentes que participan en los mercados financieros internacionales. Así, por ejemplo, la recapitalización de entidades que aparentemente no presentan problemas de solvencia podría dar lugar a distorsiones no deseadas en el grado de competencia del sistema bancario y en la aparición de incentivos inadecuados en la gestión de las entidades.

3. Real Decreto Ley 7/2008, de 13 de octubre.

de elevada incertidumbre asociada a la prolongación de las tensiones financieras y a los altos precios de los combustibles, que habría llevado a una merma en la confianza de los agentes.

...propiciando un aumento de la tasa de paro.

El débil crecimiento económico, y en particular el ajuste del sector residencial, detuvo la creación de empleo en el primer semestre de 2008, que, unido al aumento de la población activa, generó un intenso ajuste del empleo, alcanzando la tasa de paro el 10,4% en junio de 2008 (11,33% en septiembre de 2008), según datos de la EPA, frente al 8,6% que se registró al cierre de 2007.

Las condiciones de financiación del sector privado han continuado endureciéndose...

Las condiciones de financiación de hogares y sociedades han continuado endureciéndose. Por un lado, las entidades han trasladado a sus operaciones crediticias el aumento de los tipos de interés del mercado monetario. Por otro, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) apunta a que las instituciones financieras habrían aplicado unos criterios más estrictos para la concesión de créditos durante el primer semestre del año². Esto último estaría ligado sobre todo al empeoramiento percibido tanto en las perspectivas económicas generales y de algunos sectores particulares como a la imposibilidad de acceder a los mercados internacionales de financiación bancaria mayorista, colapsados en fechas recientes (gráfico 1.3.B). El plan anunciado por las autoridades internacionales, y en particular por los miembros de los países de la zona del euro, en el que se inscribe la actuación del Gobierno español, debería contribuir a aliviar este último elemento de tensión (recuadro 1.2).

... contribuyendo a moderar el ritmo de avance del endeudamiento de los hogares y las sociedades, aunque la carga financiera asociada siguió aumentando.

En este contexto de deterioro de la confianza de los agentes y de ajuste de las condiciones de financiación, el crédito al sector privado no financiero ha continuado desacelerándose, de modo que la tasa de expansión se ha aproximado a la del PIB nominal, con lo que las ratios de endeudamiento han tendido a estabilizarse durante el primer semestre del año en curso. No obstante, la carga financiera ha vuelto a aumentar como consecuencia del incremento de

2. Para más detalle, véase J. Martínez Pagés (2008), «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2008», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.

los tipos de interés medios de los préstamos vivos, contribuyendo con ello a frenar el crecimiento de las rentas. El ritmo de aumento de la riqueza de los hogares ha seguido moderándose como consecuencia tanto de la evolución desfavorable del precio de los activos financieros como también, y en mayor medida, de la dinámica del precio de la vivienda.

Todo ello habría llevado a un aumento de la proporción de agentes que se encuentra bajo mayor presión financiera. De cara al futuro, se prevé una continuidad del proceso de ajuste de la economía española, al tiempo que la prolongación de las turbulencias continúa siendo un factor adicional de riesgo.

En definitiva, durante el primer semestre de 2008 se ha intensificado y acelerado el ajuste de la economía española. En un contexto de crisis financiera internacional, las perspectivas actuales apuntan a una prolongación de este proceso, cuya profundidad está condicionada por el comportamiento del empleo. El sector de hogares y el de sociedades se están adaptando a esta coyuntura, si bien el incremento de los costes de financiación y el debilitamiento de la actividad estarían aumentando el porcentaje de agentes que se encuentran bajo una mayor presión financiera. Asimismo, dada la elevada dependencia que la economía española tiene del ahorro exterior, la prolongación de las turbulencias financieras supone otro factor adicional de riesgo.

2 Entidades de depósito y otros participantes en los mercados financieros

2.1 Entidades de depósito

2.1.1 EVOLUCIÓN DE LOS RIESGOS BANCARIOS

En un entorno económico y financiero de mayor complejidad, las entidades de depósito españolas están recomponiendo sus balances, lo que, si bien es un proceso complejo ante las tensiones de liquidez a nivel internacional,

... se ve facilitado por la recurrencia de los ingresos y por la existencia de una provisión genérica.

Asimismo, una adecuada racionalización de los costes operativos y la sólida posición en recursos propios de las entidades españolas deberían contribuir a dicho proceso de ajuste.

La financiación al sector privado persiste en su desaceleración...

... tendencia que previsiblemente se observará en los próximos trimestres.

Como se ha puesto de manifiesto en el capítulo 1, los graves problemas de inestabilidad financiera internacional y el debilitamiento económico explican un entorno operativo mucho más complejo para las instituciones financieras. En este contexto, las entidades de depósito españolas han iniciado un proceso de recomposición de sus balances, que se refleja en una desaceleración del crédito, más marcada en el vinculado al sector inmobiliario, consecuencia de una menor demanda y de una mayor cautela en la concesión, al haber aumentado significativamente el riesgo de crédito debido a la peor evolución de la actividad económica. Frente a las elevadas dificultades de acceso a la financiación mayorista debido a la falta de liquidez en los mercados financieros internacionales, las entidades españolas han reaccionado intensificando la captación de depósitos en el negocio minorista. No obstante, esa falta de liquidez a nivel internacional, acentuada desde mediados de septiembre, dificulta el proceso de recomposición de los balances bancarios, haciéndolo mucho más lento. El plan diseñado por los países de la zona del euro, en coordinación con otras autoridades internacionales, y dentro de las que se inscriben las propuestas del Gobierno español, deberían contribuir a mejorar este proceso (recuadro 1.2).

El proceso de recomposición de los balances bancarios se ve facilitado por unas cuentas de resultados sólidas, al estar basadas en un elevado porcentaje de ingresos recurrentes provenientes de la actividad de banca minorista y poco dependientes del negocio en los mercados financieros internacionales. El mayor riesgo para la evolución de los resultados en los próximos trimestres es el crecimiento de la morosidad, aunque, como se ha explicado en anteriores IEF, las entidades españolas disponen de una provisión genérica que contribuirá a amortiguar el impacto del aumento de los dudosos.

Elementos fundamentales dentro del proceso de ajuste han de ser, no obstante, el control y la racionalización de los costes operativos por parte de las entidades españolas, proceso que, al tiempo, debería verse favorecido por su sólida posición en recursos propios, a diferencia de lo que puede ocurrir en otros sistemas bancarios donde el grado de apalancamiento de las entidades ha sido mucho mayor, y las pérdidas vinculadas a instrumentos complejos y poco transparentes, muy importantes.

Las entidades de depósito españolas han crecido más moderadamente que en ejercicios anteriores. Así, los balances consolidados muestran un incremento del activo total del 8%, en tasa interanual, en junio de 2008 (cuadro 2.1), que se explica fundamentalmente por la evolución del negocio en España, frente al estancamiento del negocio en el exterior. No obstante, el crecimiento del negocio en España (9,96%) experimenta una desaceleración significativa respecto a junio de 2007 (20,1%).

El menor crecimiento del activo total se explica por la continuación de la desaceleración en la financiación al sector privado (crédito y renta fija), que crece a ritmos del 9,5%, aumentando ligeramente su peso en los balances consolidados. La tendencia al menor crecimiento del crédito, acentuada recientemente por el colapso de los mercados financieros internacionales y por el proceso de desapalancamiento global, cabe esperar que persista en los próximos trimestres.

Como ya se anticipaba en el último IEF, los activos dudosos han crecido con intensidad en los negocios totales. Dicha intensidad se explica por el muy bajo punto de partida de las ratios de

BALANCE CONSOLIDADO

CUADRO 2.1

Entidades de depósito

ACTIVO	JUN-08	VAR. JUN-08/ JUN-07	PESO RELATIVO DIC-07	PESO RELATIVO JUN-08
	(m€)	(%)	(%)	(%)
Caja y bancos centrales	54.668	-5,4	2,7	1,6
Depósitos en entidades de crédito	285.037	1,7	7,5	8,4
Crédito a las Administraciones Públicas	55.847	11,6	1,5	1,6
Crédito al sector privado	2.276.661	9,1	66,7	67,0
Valores de renta fija	349.911	6,2	10,7	10,3
Otros instrumentos de capital	92.118	-18,8	3,2	2,7
Participaciones	47.883	51,3	1,6	1,4
Derivados	112.797	29,4	2,8	3,3
Activo material	36.648	5,4	1,1	1,1
Otros (a)	85.577	16,5	2,2	2,5
TOTAL ACTIVO	3.397.147	8,0	100	100
PRO MEMORIA:				
Financiación al sector privado	2.394.642	9,5	70,1	70,5
Financiación a las Administraciones Públicas	202.058	0,7	6,2	5,9
Activos dudosos totales	38.511	116,1	0,7	1,1
Ratio de morosidad total	1,30	65,0 (c)		
Provisiones para insolvencias y riesgo-país	45.646	17,5	1,3	1,3
PASIVO Y PATRIMONIO NETO	JUN-08	VAR. JUN-08/ JUN-07	PESO RELATIVO DIC-07	PESO RELATIVO JUN-08
	(m€)	(%)	(%)	(%)
Depósitos de bancos centrales	66.311	63,3	2,8	2,0
Depósitos de entidades de crédito	505.077	8,2	14,1	14,9
Depósitos de las Administraciones Públicas	81.588	-2,0	2,7	2,4
Depósitos del sector privado	1.521.034	9,8	44,3	44,8
Valores negociables	666.488	3,6	19,9	19,6
Derivados	129.969	23,3	3,2	3,8
Financiación subordinada	83.384	9,3	2,4	2,5
Provisiones	32.802	-5,9	1,0	1,0
Otros (a)	109.800	-11,8	3,3	3,2
TOTAL PASIVO	3.196.453	8,0	93,7	94,1
PRO MEMORIA:				
Préstamo neto del Eurosistema (b)	47.077		1,33	1,39
Intereses minoritarios	10.292	75,5	0,3	0,3
Ajustes por valoración del patrimonio neto	3.245	-85,5	0,5	0,1
Fondos propios	187.157	20,4	5,4	5,5
TOTAL PATRIMONIO NETO	200.694	9,3	6,3	5,9
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	3.397.147	8,0	100	100

FUENTE: Banco de España.

- a. En el epígrafe «Otros» se incluye el resto de partidas de activo y de pasivo no consideradas explícitamente, incluidos los ajustes de valoración.
b. Diferencia entre los fondos recibidos en operaciones de inyección de liquidez y los entregados en operaciones de drenaje.
c. Diferencia calculada en puntos básicos.

Diversos factores explican el crecimiento de la morosidad, aliviado, especialmente en las etapas iniciales, por las coberturas constituidas.

dudosos¹, después de un largo período de crecimiento sostenido de la actividad económica. El aumento de la morosidad responde a la confluencia de varios factores: intenso crecimiento del crédito en el pasado, evolución reciente de la economía real y de los tipos de interés, y los cambios introducidos por la Circular Contable 4/2004, que exigen un reconocimiento de los activos dudosos más rápido e intenso que en el pasado. La ratio de morosidad en los nego-

1. En el IEF se emplea el concepto de «moroso» como sinónimo de «dudoso», pese a que, técnicamente, los dudosos incluyen otros activos, además de los que se encuentran en mora.

cios totales se sitúa solo en el 1,3% (junio de 2008), pero seguirá creciendo en los próximos trimestres. No obstante, el sistema de provisiones para insolvencias vigente en España, a diferencia del de otros sistemas bancarios, implica una elevada cobertura de la morosidad, lo que ofrece a las entidades españolas un mayor margen de maniobra, especialmente en las etapas iniciales de aumento de los dudosos.

La liquidez obtenida del Eurosistema por las entidades españolas es reducida.

Desde el punto de vista del *pasivo*, los depósitos de bancos centrales crecen con intensidad en junio de 2008. No obstante, para evaluar la liquidez que las entidades de depósito españolas reciben del Eurosistema hay que analizar el préstamo neto (diferencia entre los fondos recibidos en operaciones de inyección de liquidez y los entregados en operaciones de drenaje), cuyo peso en los balances bancarios es muy reducido (1,39%). De hecho, desde diciembre de 2007, cuando representaba un 1,33% del balance consolidado, se ha mantenido prácticamente estable. Además, este importe está en línea con el peso relativo de España en la Eurozona medido por la relación entre el nivel de los requerimientos de reservas para los bancos españoles y el correspondiente al conjunto del área. Esto se ha mantenido así aun a pesar de que, el 15 de octubre, el BCE anunciara que atenderá todas las demandas de liquidez, a un tipo fijo, de forma ilimitada. Es más, cuando se considera la liquidez que el Eurosistema ofrece en las diferentes divisas, y no solo en euros, la obtenida por el sistema bancario español incluso se reduce con respecto a su tamaño relativo.

La emisión de valores crece moderadamente ante las dificultades de los mercados de financiación internacionales...

Como consecuencia de un entorno financiero excepcionalmente convulso en el ámbito internacional, en el que numerosos mercados de financiación siguen sin funcionar, los balances consolidados reflejan un crecimiento moderado de los valores negociables emitidos. Las entidades de depósito españolas emitieron tanto deuda *sénior* como cédulas hipotecarias, aprovechando las oportunidades de emisión que, de forma discontinua, aparecieron en los mercados internacionales (por ejemplo, en el segundo trimestre de 2008).

... pero el negocio tradicional minorista desarrollado por las entidades españolas les permite intensificar, más allá del crecimiento del crédito, la captación de depósitos.

Asimismo, los depósitos de la clientela, y en particular los del sector privado, crecen con más intensidad que el balance total. Es más, en parte debido a la menor demanda de crédito y en parte a los mayores esfuerzos para la captación de fondos de la clientela, la tasa de crecimiento de los depósitos se sitúa por encima de la del crédito. El crecimiento de los depósitos es especialmente intenso en los de plazo (en torno al 30% en los últimos meses), lo que ofrece una estructura más estable que la basada en depósitos a la vista. Un sistema bancario como el español, basado en un modelo de banca tradicional minorista que se apoya en la existencia de relaciones de largo plazo entre los clientes y las entidades, y con una participación muy significativa en la distribución de otros productos de ahorro (fondos de inversión, seguros de vida, etc.), tiene una mayor capacidad de captación de depósitos.

Los fondos propios contables aumentan su peso en el balance.

Finalmente, cabe destacar la favorable evolución de los *fondos propios* contables, que han crecido a un ritmo del 20,4%, reflejando un incremento en su peso sobre el balance consolidado, hasta situarse en el 5,5%.

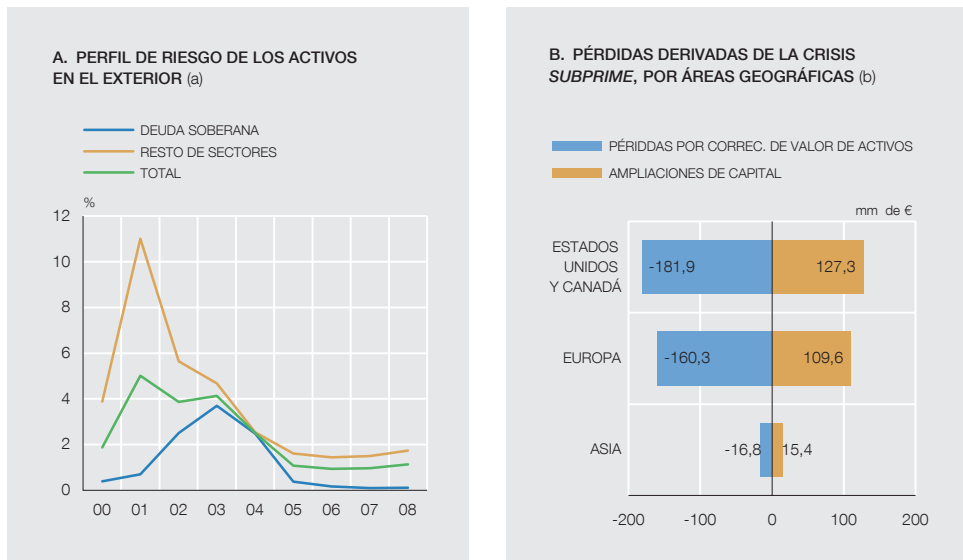
El peso de los *negocios en el extranjero* se ha reducido ligeramente con respecto a junio de 2007, situándose en un 19,9% de los activos totales a nivel consolidado. La creciente diversificación de la presencia internacional de las entidades españolas, que se ha incrementado significativamente en Europa y en Estados Unidos, frente a la mantenida en países emergentes, especialmente latinoamericanos, contribuye a explicar el bajo perfil de riesgo del conjunto de los activos en el exterior (gráfico 2.1.A).

El impacto directo de la crisis del subprime está

Sin embargo, las turbulencias financieras sí están teniendo un impacto muy significativo en numerosas *entidades financieras internacionales*. Las dificultades que afrontan dichas enti-

**PERFIL DE RIESGO DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS EN EL EXTERIOR
Y EFECTOS DIRECTOS DE LA CRISIS DEL *SUBPRIME***
Entidades de depósito

GRÁFICO 2.1



FUENTES: Bloomberg y Banco de España.

a. Media ponderada de las probabilidades de impago. Una descripción del cálculo del perfil de riesgo puede encontrarse en *Estabilidad Financiera*, núm. 7, de noviembre de 2004.

b. No incluye España, porque no se han registrado pérdidas por correcciones de valor relacionadas con el *subprime* estadounidense.

siendo notable para algunas entidades internacionales...

dades están relacionadas con su elevado grado de apalancamiento, así como con su notable exposición a productos estructurados poco transparentes y difíciles de valorar, vinculados a préstamos *subprime* estadounidenses. Muchas de estas exposiciones se mantenían a través de estructuras fuera de los balances bancarios, por lo que su progresivo retorno a los mismos genera presiones adicionales sobre sus recursos propios. Dichas entidades internacionales están registrando correcciones en el valor de sus activos muy intensas, lo que les ha forzado a realizar ampliaciones de capital (gráfico 2.1.B). Entre las entidades más afectadas se encuentran los grandes bancos de inversión (recuadro 2.1), algunos de los cuales han sido absorbidos por otras entidades bancarias con negocio universal, otros se encuentran en proceso de liquidación, y los restantes se han transformado en bancos comerciales².

... no así, debido a su modelo de negocio, para las españolas, que no han sufrido ningún impacto directo...

Conviene señalar que el sector bancario español no se ha visto afectado por este *primer impacto derivado de la crisis internacional*. Esto se debe al modelo de banca desarrollado por las entidades españolas, orientado a la operativa minorista y alejado del modelo de «originar para distribuir». De este modo se han evitado los productos estructurados complejos, las posiciones fuera de balance a través de determinados vehículos (*conduits* y *SIV*³), las exposiciones a *monolines* y los incentivos para la generación de un segmento de hipotecas de alto riesgo (*subprime*), inexistente en España.

... si bien, como las de otros sistemas bancarios,

No obstante, las entidades de depósito españolas han de afrontar, al igual que numerosas entidades europeas y estadounidenses, un *segundo impacto derivado de un debilitamiento*

2. En el IEF de abril de 2008, recuadro 2.2., ya se ponían de manifiesto los importantes retos que estas entidades debían afrontar en el futuro, en contraposición a las entidades que desarrollan un modelo bancario tradicional con captación de depósitos del público. 3. El recuadro 1.1 del IEF de abril de 2008 explica estos y otros términos relacionados con la crisis financiera actual.

En Estados Unidos, los intermediarios en los mercados de valores (*broker dealers*) reciben el nombre de bancos de inversión. Entidades como *Lehman Brothers*, *Goldman Sachs*, *Merril Lynch*, *Morgan Stanley* y *Bear Stearns* se engloban dentro de esta categoría. Estos bancos de inversión emitían y compraban títulos en los mercados de valores y prestaban servicios de asesoramiento a los inversores y en los procesos de fusiones y adquisiciones. No eran instituciones de depósito, sino sociedades de valores que se financiaban en los mercados mayoristas.

La distinción en Estados Unidos entre bancos de inversión y entidades de depósito tiene su origen en la crisis de 1929. La denominada *Glass-Steagall Act*, de 1933, prohibió a las entidades de depósito operar como bancos de inversión, y a la inversa. En 1999, la conocida como *Gramm-Leach Bliley Act* permitió la creación de *holdings* financieros que integrasen las actividades de entidad de depósito, de *broker dealer* y de seguros.

Existen grandes diferencias entre los bancos de inversión estadounidenses y las sociedades de valores españolas, que vienen impuestas por el negocio desarrollado. En España está enfocado, en su mayor parte, al servicio de inversión para los clientes (*brokerage*), con una actividad limitada de toma de posiciones propias (*dealing*), mientras que en Estados Unidos las posiciones propias eran enormes, acogiendo todo tipo de estrategias y aprovechando una regulación de solvencia que permitía niveles de apalancamiento muy elevados.

En Estados Unidos los bancos de inversión eran autorizados y regulados por la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, equivalente a la CNMV española. En 2004, la SEC introdujo un programa de supervisión consolidada al que podían acogerse voluntariamente los grandes bancos de inversión. Las entidades eran autorizadas a usar modelos internos para estimar los riesgos de mercado y de crédito con los que calculaban los requerimientos de capital. A cambio, el conglomerado debía aceptar someterse a la supervisión consolidada de la SEC, constituyéndose en las denominadas *Consolidated Supervised Entities (CSE)*. *Merril Lynch*, *Goldman Sachs*, *Morgan Stanley*, *Lehman Brothers* y *Bear Stearns* se acogieron a este esquema. Las CSE no tenían asignado un *prestamista de última instancia* y, por ello, y para asegurar los intereses de la clientela de los bancos de inversión, la SEC se atribuía funciones en el seguimiento de la gestión de su riesgo de liquidez. No obstante, el enfoque supervisor de la SEC, más centrado en el adecuado funcionamiento del mercado y en la protección de los inversores, no se adecuó plenamente a unas entidades cuyo negocio evolucionó progresivamente hacia la captación de fondos ajenos para asumir posiciones por cuenta propia.

La crisis de confianza surgida a raíz de la denominada crisis de los préstamos *subprime* ha afectado con especial intensidad a la banca de inversión, hasta el punto de ocasionar su desaparición bajo el modelo hasta hoy conocido.

Así, en mayo de 2007 el valor bursátil de *Bear Stearns*, el quinto banco de inversión de Estados Unidos, inició una senda descendente en su cotización, fruto de las dudas que surgieron en el mercado sobre su viabilidad, al ser la primera entidad en anunciar la liquidación de varios *hedge funds*. De acuerdo con la información facilitada por la SEC, *Bear Stearns* mantuvo en todo momento su ratio regulatorio de solvencia por encima del 10%, y superaba satisfactoriamente los tests de liquidez exigidos. Sin embargo, la distinta apreciación del riesgo por parte del mercado respecto a los activos mantenidos por *Bear Stearns* hizo que las fuentes de financiación en los mercados se cerraran para esta entidad. La situación desembocó en la compra de este banco por *JP Morgan* en marzo de 2008.

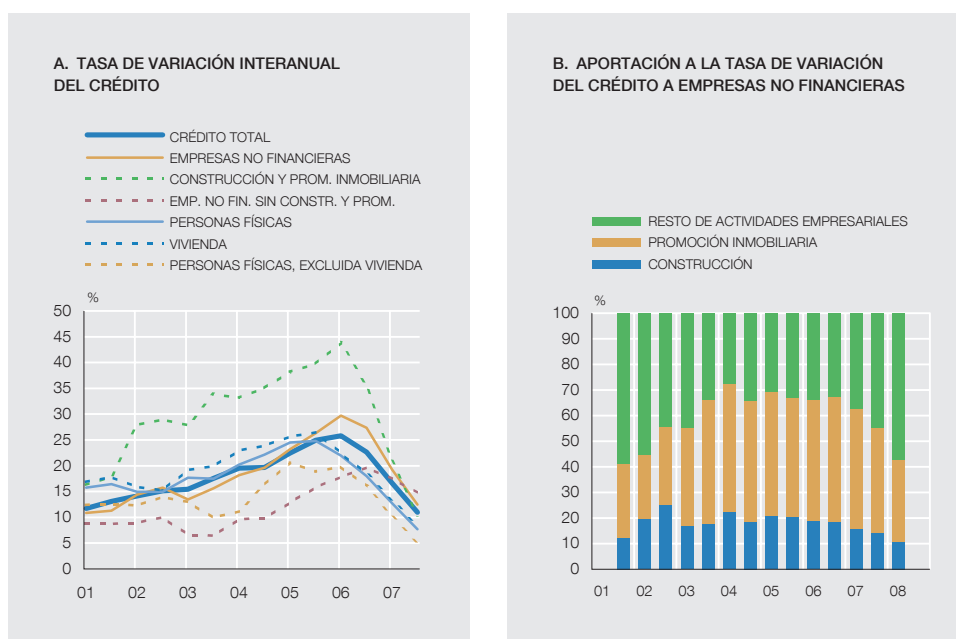
A raíz de los problemas sufridos por *Bear Stearns*, en marzo de 2008 la FED abrió su ventanilla de descuento a los bancos de inversión a través de la *Primary Dealer Credit Facility (PDCF)*, a través de la cual estos pueden obtener fondos haciendo líquido un amplio rango de colaterales en caso de problemas de financiación en los mercados. En julio de 2008, la FED y la SEC firmaron un *Memorandum of Understanding* para formalizar la capacidad de supervisión de la FED sobre los bancos de inversión en la medida en que estos tienen acceso a fondos federales a través del PDCF.

En el mes de septiembre de 2008, la crisis continuó y *Lehman Brothers* protagonizó la mayor suspensión de pagos de la historia de Estados Unidos, *Merril Lynch* fue adquirido por *Bank of America* y *Goldman Sachs* y *Morgan Stanley* solicitaron su conversión en compañías bancarias, *Bank Holding Companies (BHC)*, sujetas a la supervisión de la FED. Asimismo, la FED, junto con el Tesoro y el BCE, emprendieron acciones coordinadas para asegurar en todo momento la liquidez del sistema.

Esta crisis ilustra claramente cómo, en un marco de mercados financieros altamente interrelacionados, una mayor apreciación del riesgo puede empeorar drásticamente la posición de liquidez de las entidades que dependen de la financiación en los mercados mayoristas. Este alto grado de interrelación añade incertidumbres a las ya existentes en el sistema financiero y ha obligado a los bancos centrales de todo el mundo a tomar medidas de una dimensión desconocida hasta hoy.

afrontan una coyuntura económica mucho más compleja, ante la persistencia de tensiones de liquidez a nivel internacional.

significativo de la actividad económica, más pronunciado de lo esperado, en los grandes países europeos, incluida España. Este escenario de mayor debilidad económica interactúa con el bloqueo de una parte muy significativa de los mecanismos de financiación mayorista de la banca ante las tensiones de liquidez que persisten en los mercados de financiación internacional. Por lo tanto, las entidades españolas, a pesar de no haber sufrido los impactos directos de la crisis del mercado subprime, han de desenvolverse en un entorno mucho más complejo que el existente en años precedentes.



FUENTE: Banco de España.

El crédito al sector privado mantiene su proceso de desaceleración...

El crédito al sector privado residente en España, en línea con las tendencias ya indicadas en anteriores IEF, mantiene su proceso de desaceleración en la primera parte de 2008, con un crecimiento interanual del 11% (16,6% en diciembre de 2007). Esta tendencia se había iniciado a finales de 2006 (todavía con un crecimiento del 25,8%), ajustándose el crédito a una coyuntura, que, especialmente en el sector inmobiliario, comenzaba a ofrecer síntomas de una menor expansión. Las mayores cautelas por parte de las entidades en la valoración de los riesgos y la persistencia de las tensiones de liquidez en el plano internacional añaden nuevos elementos de moderación por el lado de la oferta de crédito. En los próximos trimestres cabe esperar que el crédito persista en esta dinámica de menores ritmos de crecimiento. Los últimos datos disponibles en el momento de elaboración de este IEF (septiembre de 2008) abundan más en esta dirección, con una desaceleración adicional hasta el 8,3% en tasa interanual.

... con más intensidad para los sectores que más rápidamente habían crecido en los últimos años...

Por sectores, la desaceleración del crédito en junio de 2008 se observa tanto en la financiación concedida a familias como en la otorgada a empresas (gráfico 2.2.A). Para las familias, la financiación para la adquisición de vivienda y para otros fines (crédito al consumo, fundamentalmente) se desacelera con una intensidad similar (del 18,5% en junio de 2007, hasta el 8,4% en junio de 2008, y del 16,1% al 5,1%, respectivamente). La información disponible más reciente, referida al mes de septiembre, confirma las tendencias anteriores para el conjunto de empresas y también de familias.

... y de forma más moderada para las empresas no financieras no vinculadas al sector

Para las empresas no financieras, la información de junio de 2008 (última disponible con esta desagregación) indica que, aunque el crecimiento se está moderando, dicha moderación es pronunciada entre las empresas de construcción y promoción inmobiliaria (del 35,5% en junio de 2007 al 10,3% en junio de 2008), dadas las dificultades que atraviesa este sector, aunque también es significativa la desaceleración de la financiación al resto de empresas (del 19,7% al 14,8%), que muy probablemente habrá continuado en el tercer trimestre. La distinta evolución sectorial del crédito empresarial está contribuyendo a reequilibrar la variación del crédito total a empresas (gráfico 2.2.B). Dicho reequilibrio es una muestra del incipiente —aunque

inmobiliario. Este reequilibrio es ilustrativo del proceso de recomposición de los balances bancarios, que, no obstante, se ve dificultado por las tensiones de liquidez en los mercados internacionales.

lento— proceso de recomposición de los balances bancarios que han iniciado las entidades de depósito españolas. Así, los flujos anuales del crédito (nuevo crédito concedido) muestran que este proceso de recomposición se traduce en una menor financiación a los sectores que crecieron con más intensidad en el pasado (construcción y promoción inmobiliaria, y financiación para adquisición de vivienda). En cualquier caso, y como ya se ha señalado, esta dinámica se verá dificultada en la medida en la que persista la compleja situación en los mercados de financiación mayoristas en el ámbito internacional.

Los *activos dudosos* del sector privado residente en España aceleran su ritmo de crecimiento en relación con lo observado en el pasado IEF. Dado que el nivel de activos dudosos era muy bajo después de un largo período de expansión económica (la ratio de dudosos totales era del 0,61% en diciembre de 2007), las tasas de variación incorporan un efecto de escala que limita su utilidad analítica en la presente coyuntura.

La ratio de morosidad ha repuntado con intensidad...

La *ratio de morosidad* del conjunto del crédito en España de las entidades de depósito alcanzó el 1,14% en junio de 2008, llegando hasta el 1,82% en septiembre. La mayor parte de esa morosidad se debe al crédito al sector privado residente (familias y empresas), siendo la ratio de morosidad de este segmento del crédito (77% del crédito total) más elevada (2,54% en septiembre de 2008). El resto del crédito (a entidades financieras, a AAPP y a no residentes) muestra ratios de morosidad muy reducidas y estables a lo largo de 2008 (gráfico 2.3.A).

... y seguirá aumentando en los próximos trimestres...

El repunte de la morosidad ha sido rápido y particularmente intenso en los últimos meses en el crédito al sector privado residente. Cabe pensar que en los próximos trimestres la ratio de dudosos continúe una tendencia alcista, convergiendo así a la registrada en otros sistemas bancarios de nuestro entorno, en los que tradicionalmente la ratio de activos dudosos ha sido significativamente más alta (gráfico 2.3.B)⁴.

... en parte, por la coyuntura económica y, en parte, por las nuevas normas contables, más prudentes en el reconocimiento de los dudosos.

Los factores que explican el repunte de la morosidad son de diversa índole, y su impacto se está produciendo de forma simultánea. Así, los aumentos de la morosidad que se han visto en el pasado, y que continuarán en los próximos meses, serán el efecto combinado de una peor coyuntura macroeconómica y de otros factores ajenos a ella. Por lo tanto, dichos aumentos no responderán en su totalidad a la mayor debilidad de la economía real, sino que también estarán motivados por la mayor prudencia que introduce la nueva Circular Contable (CBE 4/2004), que exige reconocer los activos dudosos con mayor intensidad y celeridad.

Los dudosos crecen más rápido en los sectores en los que el crédito avanzó con más intensidad en el pasado.

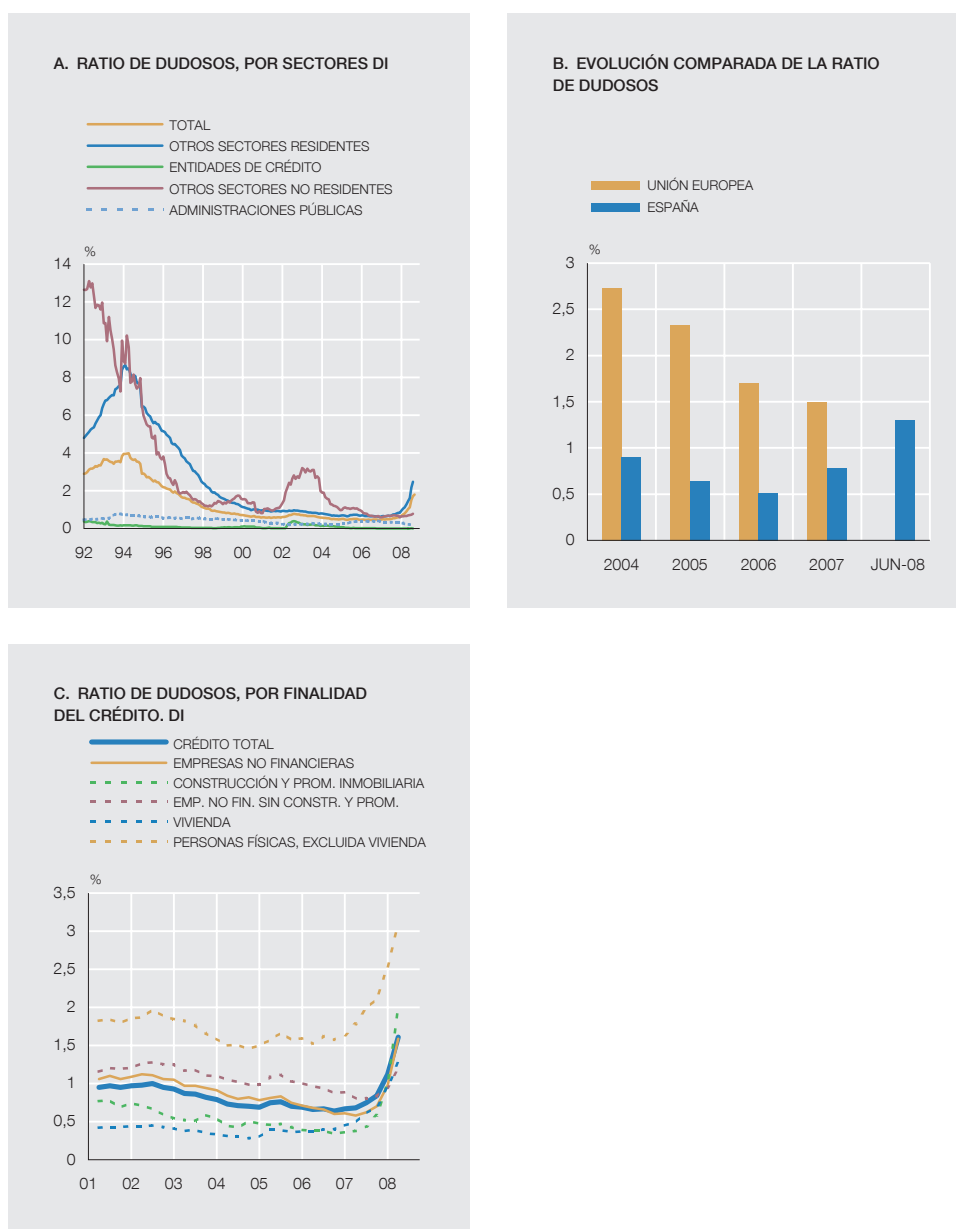
Como se señaló en el anterior IEF, la ratio de dudosos está aumentando más notablemente en los sectores en los que el crédito creció más rápido en el pasado, dado el desfase natural entre esta variable y la materialización de los impagos. Así, son los sectores de construcción y promoción inmobiliaria los que, desde diciembre de 2007, han sufrido un mayor repunte de la ratio, desde el 0,58% al 1,99% en junio de 2008 (gráfico 2.3.C), repunte que también se da en el crédito para adquisición de vivienda (desde el 0,69% al 1,28% en junio de 2008). Las actividades de promoción inmobiliaria, por su propia naturaleza, incorporan un perfil cíclico más marcado. La experiencia histórica muestra que, en este sentido, su ratio de morosidad suele situarse, en los momentos de mayor debilidad coyuntural, alrededor de dos veces por encima de la ratio media. No obstante, buena parte de la financiación concedida a promotores cuenta con garantías reales y se ha destinado a promociones concretas a medida que estas

4. Los datos de la UE son los últimos disponibles a la fecha de elaboración del IEF. En general, a lo largo de todo el IEF se suministran los datos más actualizados posibles. Si existen datos algo más desfasados en el tiempo, ello se debe a que no están disponibles públicamente, lo cual es más frecuente cuando se realizan comparaciones internacionales.

RATIOS DE ACTIVOS DUDOSOS

Entidades de depósito

GRÁFICO 2.3



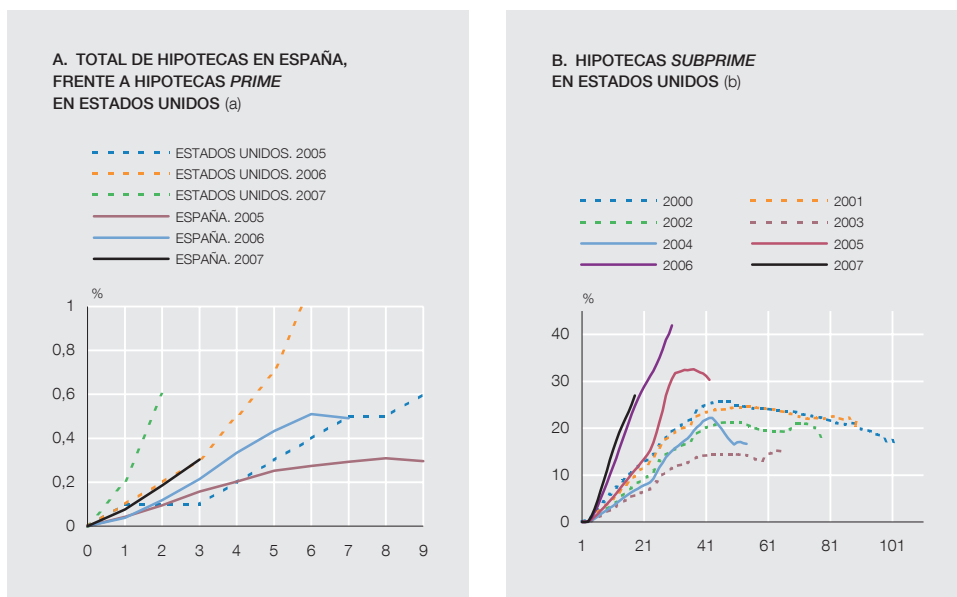
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

se iban desarrollando. En cualquier caso, la gestión de la exposición al sector inmobiliario es una de las mayores complejidades que afrontan las entidades de crédito españolas.

Asimismo, crecen debido a la peor coyuntura económica y a los mayores tipos de interés...

... si bien no se detectan problemas de selección adversa en el momento de la concesión.

El impacto de la peor coyuntura económica, así como de los mayores tipos de interés, no solo se observa en la ratio de morosidad, sino que también queda de manifiesto cuando se analizan las curvas de importes dudosos. El repunte de dichas curvas es generalizado con independencia del momento de la concesión de los créditos, lo que indica que no se han producido problemas significativos de selección adversa en el momento de la concesión en los últimos tres años en el mercado de crédito español. Es decir, dado que el repunte registrado es similar con independencia de la fecha de concesión de las operaciones, se puede interpretar que el ritmo de deterioro experimentado es homogéneo para todas ellas, lo que apunta a la existencia de factores comunes (el ciclo) y no a la existencia de crédito concedido en algún momento del



FUENTES: Merrill Lynch, Intex y Banco de España.

a. El eje X representa el número de trimestres desde la concesión del crédito.

b. El eje X representa el número de meses desde la concesión del crédito.

tiempo en condiciones menos exigentes (caso del *subprime* estadounidense). Además, este repunte generalizado es coherente con el observado en la ratio de morosidad.

El mercado hipotecario español no guarda relación con el estadounidense...

La comparación del mercado hipotecario español con el de Estados Unidos permite concluir que se trata de mercados con características estructurales muy diferentes. Como es lógico cuando la economía empeora, las ratios de morosidad crecen (gráfico 2.4.A). Más allá de esta consideración, no existen otras similitudes, entre otras razones porque en España no se ha desarrollado un segmento *subprime* al amparo de las debilidades del denominado modelo de «originar para distribuir». Así, la evolución del segmento *subprime* estadounidense (gráfico 2.4.B), que registra tasas de impagos del 25% en los créditos concedidos desde 2005, no es comparable con la de ningún segmento del mercado hipotecario español, con tasas de impago para el conjunto de la cartera hipotecaria en torno al 1%.

... y los segmentos más vulnerables del crédito, cuya morosidad aumenta más rápido debido al ajuste de la economía...

No obstante, es posible que en el mercado hipotecario español existan segmentos que puedan incorporar mayores niveles de riesgo porque las entidades se enfrentaban a una elevada incertidumbre sobre el comportamiento futuro de los prestatarios en caso de dificultades. Un ejemplo podría ser el segmento de préstamos hipotecarios a residentes extranjeros⁵. Si bien su peso en las carteras hipotecarias de las entidades de depósito españolas es reducido (6,9% en junio de 2008), podrían reflejar una mayor morosidad como consecuencia de la mencionada incertidumbre en la concesión (por tratarse, en buena medida, de un segmento de negocio menos explorado en el pasado). Así, el análisis de las curvas de importes dudosos muestra que el repunte de los nuevos impagos es mayor para los extranjeros residentes que para el conjunto de la cartera, como también lo es el nivel que alcanzan dichas curvas (máximo en torno al 3%). Ahora bien, de nuevo el repunte de los dudosos es generalizado, no adscrito a fechas de concesión concretas, lo que es coherente con el impacto de una situa-

... no son asimilables ni siquiera al Alt-A estadounidense.

5. Esta categoría incluye tanto a emigrantes residentes como a aquellos otros acreditados, como, por ejemplo, extranjeros jubilados que se hayan establecido como residentes en España.

ción económica peor. La cartera hipotecaria española de los residentes extranjeros en relación con los préstamos de calidad intermedia de Estados Unidos (*Alt-A*) muestra diferencias notables, registrándose niveles mucho más altos en el segundo caso (máximos de las curvas cercanos al 10%). Por lo tanto, en el mercado hipotecario español no existen segmentos de negocio asimilables ni al *subprime* ni al *Alt-A*. En definitiva, si bien estos préstamos tienen unas características de morosidad diferentes de los tradicionales, los niveles de morosidad están muy por debajo del *subprime* estadounidense y su bajo peso en el total del crédito reduce todavía más la importancia de estas diferencias.

Las propias características de la financiación para adquisición de vivienda en España explican sus históricamente reducidos ratios de morosidad...

La morosidad de la financiación para adquisición de vivienda, con un peso muy importante sobre el total del crédito al sector privado residente (36%), ha sido históricamente la más baja de la cartera crediticia. Existen varios elementos que explican este resultado, reflejando los incentivos del prestatario a cumplir con sus obligaciones crediticias. Así, para muchas familias se trata de la adquisición de un activo muy importante, tanto por su importe como por el destino (vivienda habitual), teniendo en cuenta, además, que, a diferencia de otros países, el porcentaje de vivienda en propiedad en España es muy elevado. Por otro lado, el sistema legal español, a diferencia del estadounidense, por ejemplo, hace que el impago de la deuda hipotecaria no quede saldado con la entrega del bien hipotecado (si la vivienda vale menos que la deuda contraída), sino que el prestatario es responsable con el resto de su patrimonio hasta la devolución total del importe adeudado. Además, el negocio de comprar para alquilar (*buy to let*), en el que el riesgo de caídas en el precio de las viviendas lo acaba asumiendo la entidad, prácticamente no existe⁶, ni se ha generalizado en España la utilización de la garantía hipotecaria para financiar crédito al consumo, al calor de la revalorización de la vivienda en los últimos años, algo que suele ser una práctica muy habitual en otros países.

... así como sus bajas pérdidas en caso de impago del cliente.

Estos elementos explican que la probabilidad de impago y la pérdida en caso de impago para préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda suelen ser muy reducidas, incluso en situaciones de deterioro intenso de la economía (como en 1993, con tasas de paro por encima del 20% y déficit público del 6,7% del PIB, cifras muy alejadas de las actuales). Por contra, el crédito al consumo, por sus características, tiene tradicionalmente tasas de impago mayores, siendo su ratio de morosidad en junio de 2008 del 3% (gráfico 2.3.C).

La morosidad también sube porque la nueva regulación contable, más prudente, reconoce los dudosos con más celeridad e intensidad, así como por los incentivos que introduce la nueva Ley Concursal.

Como ya se ha indicado anteriormente, y más allá de la evolución del crédito en el pasado y de las propias características de la financiación concedida, los factores que explican el repunte de la morosidad responden también a los cambios normativos en relación con la regulación contable que han de aplicar las entidades de crédito y la relativa a la declaración de concurso de acreedores por parte de las empresas. Así, la nueva norma contable vigente en España desde principios de 2005 impacta en el nivel y en el ritmo de avance de la ratio de dudosos. En concreto, la nueva Circular Contable (CBE 4/2004), adoptando un enfoque de mayor prudencia, exige un reconocimiento más rápido e intenso de los activos dudosos que su predecesora (CBE 4/1991). Más aun, este nivel de mayor exigencia no es lineal en el tiempo, sino que por su propio mecanismo, a medida que la ratio de morosidad se incrementa, su efecto se hace mayor (recuadro 2.1 del IEF de mayo de 2007). Así, y ante la misma coyuntura económica, la nueva Circular Contable tiene, en relación con su

6. Las entidades españolas han valorado estas operaciones en función de los flujos de caja esperados y no por la garantía que ofrecía el inmueble objeto de la operación. En otros mercados predomina la valoración de la garantía (y sus expectativas de revalorización), lo que hace que este producto sea muy arriesgado. En este tipo de operaciones, las entidades que las conceden lo hacen con la intención de renovar, al cabo de un determinado plazo acordado, el préstamo hipotecario concedido, bajo la expectativa de revalorizaciones del precio de la vivienda. Sin embargo, si la evolución del precio es la contraria, el riesgo retorna a las entidades.

predecesora, un doble efecto. Por una parte, y con carácter permanente, aumenta los niveles de la ratio de morosidad. Por otra, se incrementa la velocidad a la cual dicha ratio aumenta. Por lo tanto, y a igual ritmo de deterioro de la economía real, la nueva Circular Contable implicará mayores niveles de la ratio de dudosos, así como ritmos de avance más rápidos. En este sentido, desde diciembre de 2007 se estima que el incremento de la ratio de dudosos por este motivo está en torno al 10%, y su importancia relativa crecerá en los próximos trimestres.

Por otra parte, la actual Ley Concursal proporciona incentivos a los gestores de las empresas para solicitar con más antelación el concurso de acreedores, con el consiguiente adelanto del impacto en la morosidad de las entidades, si bien este efecto es de muy difícil cuantificación.

Así, ante la misma evolución de la economía real, la morosidad alcanzará mayores niveles más rápidamente, debido a una normativa que induce mayor transparencia e implica la retención de beneficios para su saneamiento.

Esta simultaneidad de factores diversos seguirá presente en los próximos trimestres, de tal modo que una parte del aumento de la morosidad será el reflejo de una coyuntura económica menos favorable, pero otra parte estará motivada por los cambios normativos antes mencionados. Los aumentos de la ratio de dudosos derivados del enfoque regulatorio más prudente favorecen la mayor transparencia informativa de las entidades e implica la retención de beneficios para su saneamiento.

El repunte que se está produciendo en la morosidad ha de evaluarse, no solo considerando el impacto simultáneo de los factores que lo explican, sino también poniéndolo en un contexto histórico y analizando, en primer lugar, las provisiones para insolvencias de las que las entidades disponen para hacerle frente y, en segundo lugar, la recurrencia de la cuenta de resultados, que permite absorber también el aumento de las necesidades de saneamiento.

Si bien cada ciclo incorpora sus particularidades, tanto los niveles como la dispersión de la morosidad están lejos de la de 1993, al igual que lo están las condiciones macroeconómicas de partida.

Una perspectiva temporal amplia (últimos 20 años) permite evaluar mejor el repunte de las ratios de morosidad que se ha observado en el último año (gráfico 2.5.A). Las diferencias entre la situación de partida actual y la de comienzos de los años noventa, previos a la última recesión de la economía española, son muy significativas. Por un lado, la economía española se ha beneficiado de su ingreso en un área de mayor estabilidad como es la zona del euro. Así, los tipos de interés nominales eran muy superiores y la situación de las finanzas públicas y del empleo eran significativamente peores. Además, las entidades de crédito han mejorado sus modelos de control y gestión del riesgo de crédito. No obstante, esta comparación histórica ha de tomarse con cautela, no ya porque no todos los ciclos económicos son iguales, sino también por la incertidumbre existente en torno a la situación de la economía global.

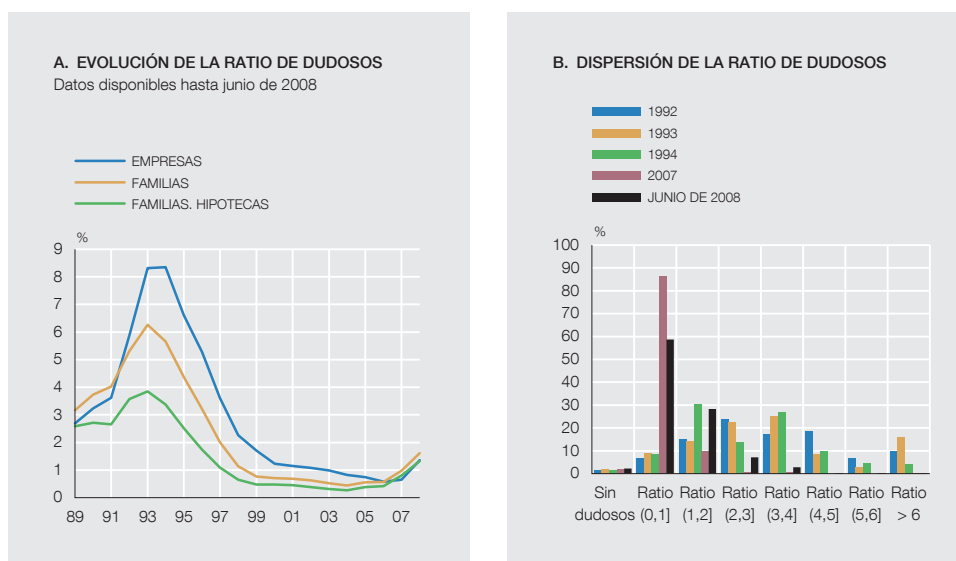
Estas consideraciones no solo afectan al nivel de la ratio de morosidad, más reducido en la actualidad que a principios de los años noventa, sino también a su grado de dispersión entre entidades (gráfico 2.5.B). Dicha dispersión está creciendo como resultado del impacto diferencial que la coyuntura económica tiene en las diferentes políticas crediticias seguidas por las entidades en el pasado.

Asimismo, los fondos de insolvencia constituidos ofrecen margen de maniobra...

La existencia de un elevado fondo de insolvencias, consecuencia de una provisión genérica exigente en la anterior fase expansiva del ciclo, hace que el aumento de la morosidad haya tenido un reflejo anticipado y progresivo en los resultados de las entidades de depósito españolas. De esta forma, las entidades pueden hacer frente a un deterioro significativo de la morosidad sin que las cuentas de resultados se vean tan negativamente afectadas como sería el caso en ausencia de un sistema de provisiones como el mencionado.

**PERSPECTIVA HISTÓRICA DE LAS RATIOS DE DUDOSOS:
NIVELES Y GRADO DE DISPERSIÓN**
Entidades de depósito. DI

GRÁFICO 2.5



FUENTE: Banco de España.

... ya que, por definición, la provisión genérica está constituida para ser usada cuando la morosidad aumenta.

Por definición, los fondos constituidos a través de una provisión genérica como la española se diseñan para ser empleados en los momentos en los que la morosidad repunta, como en la actualidad. Esto ya se está observando en el presente ejercicio, en el que las ratios de cobertura se han reducido significativamente (hasta el 114% en junio de 2008), y es previsible que continúen convergiendo hacia los niveles medios observados en los sistemas bancarios de la UE (en torno al 50%). En todos los países se observa una caída de la cobertura de los fondos para insolvencias cuando la morosidad aumenta significativamente⁷. Los fondos de insolvencias genéricos fueron constituidos en el pasado para ser utilizados en un contexto como el actual, no para aumentar de forma permanente los recursos disponibles de las entidades.

Buena parte de la financiación que más creció en el pasado dispone de garantías, lo que ofrece más flexibilidad para gestionar el riesgo de crédito.

Para obtener el nivel efectivo de cobertura de las pérdidas por riesgo de crédito, hay que considerar que la pérdida en caso de impago (LGD) es inferior, en general, al importe total del activo dudoso. Así, la financiación concedida en España, y en particular la que ha crecido más en los últimos años, dispone de garantías. Desde el punto de vista de la gestión del riesgo de crédito, esto permite a las entidades una mayor flexibilidad y un mayor margen de maniobra. En este sentido, la LGD de un préstamo a una empresa de promoción inmobiliaria o a una familia para adquisición de vivienda es sensiblemente menor que la que se registraría en otro tipo de financiaciones (por ejemplo, las garantizadas con un activo específico de la empresa, que se deteriora y queda obsoleto rápidamente, o aquellas sin ningún tipo de garantía, donde la recuperación depende solo de la voluntad/capacidad de pago del prestatario, sin ninguna posibilidad de maniobra para la entidad).

Los fondos constituidos permiten cubrir las pérdidas asociadas a ratios de morosidad superiores a las actuales, y más aún teniendo en cuenta la recurrencia de los resultados.

Si se considera un nivel de cobertura de morosos similar al promedio europeo (en torno al 50%, que toma en consideración la LGD), y teniendo en cuenta el nivel actual del fondo de cobertura de insolvencias, dicho fondo permitiría cubrir las pérdidas asociadas a una ratio de morosidad en torno al 4%. Si a lo anterior se añade el margen que ofrece la cuenta de resultados, dicha ratio de cobertura, ampliada con los beneficios de un año, posibilitaría cubrir

7. El dato promedio de la UE podría verse reducido en los próximos trimestres.

ratios de morosidad en torno al 7%. Alternativamente, si se añaden tres cuartas partes de los beneficios de dos años consecutivos, la cobertura de las pérdidas llegaría hasta ratios de morosidad del 9%. Lógicamente, este es un escenario de considerable estrés para las cuentas de resultados.

En los mercados financieros internacionales persisten las tensiones de liquidez.

El riesgo de crédito no es el único que han de gestionar las entidades. Como consecuencia de la crisis financiera internacional, el acceso a la financiación en los mercados mayoristas se ha vuelto más complejo para las instituciones financieras. Los recientes acontecimientos en torno a los bancos de inversión estadounidenses, una de las mayores entidades aseguradoras del mundo (AIG), los fondos de inversión del mercado monetario estadounidense, la evolución de las cotizaciones bursátiles y su elevada volatilidad, así como las dificultades de algunos bancos europeos de tamaño elevado, ponen de manifiesto episodios de fuerte inestabilidad en los mercados financieros internacionales que están afectando ya a las posibilidades de financiación de las empresas no financieras.

La financiación mayorista captada por las entidades de depósito españolas...

En los últimos años, las entidades españolas han acudido a los mercados financieros mayoristas a medio y largo plazo para financiar parte del crecimiento de su actividad, lo que les dotó de una mayor flexibilidad en su estructura financiera, en un contexto favorable de los mercados financieros internacionales.

... se ha alejado de los productos ahora más problemáticos...

La financiación procedente de los mercados mayoristas se ha captado a través de un amplio conjunto de instrumentos financieros, habiéndose evitado los productos estructurados complejos, que se han revelado problemáticos por su falta de transparencia y las dificultades asociadas a su valoración.

... y mantiene una estructura de vencimientos muy orientada a los plazos largos.

Asimismo, la diversificación en los plazos de emisión, y en particular la preponderancia de los vencimientos a medio y largo plazo (el saldo vivo a medio y largo plazo supera en seis veces la financiación emitida a corto plazo), aun suponiendo un mayor coste frente a la emisión en los mercados monetarios de corto plazo, ha dotado a las entidades españolas de una mayor estabilidad en su financiación mayorista. Así, incluso dentro de la financiación a medio y largo plazo (excluyendo pagarés), claramente predominan los vencimientos largos: un 3,8% del saldo vivo en julio de 2008 vence a finales del presente ejercicio; el 36% lo hace entre 2009 y 2012, distribuyéndose los plazos de un modo homogéneo entre esos años, y el 60% restante vence después de 2013 (gráfico 2.6.A).

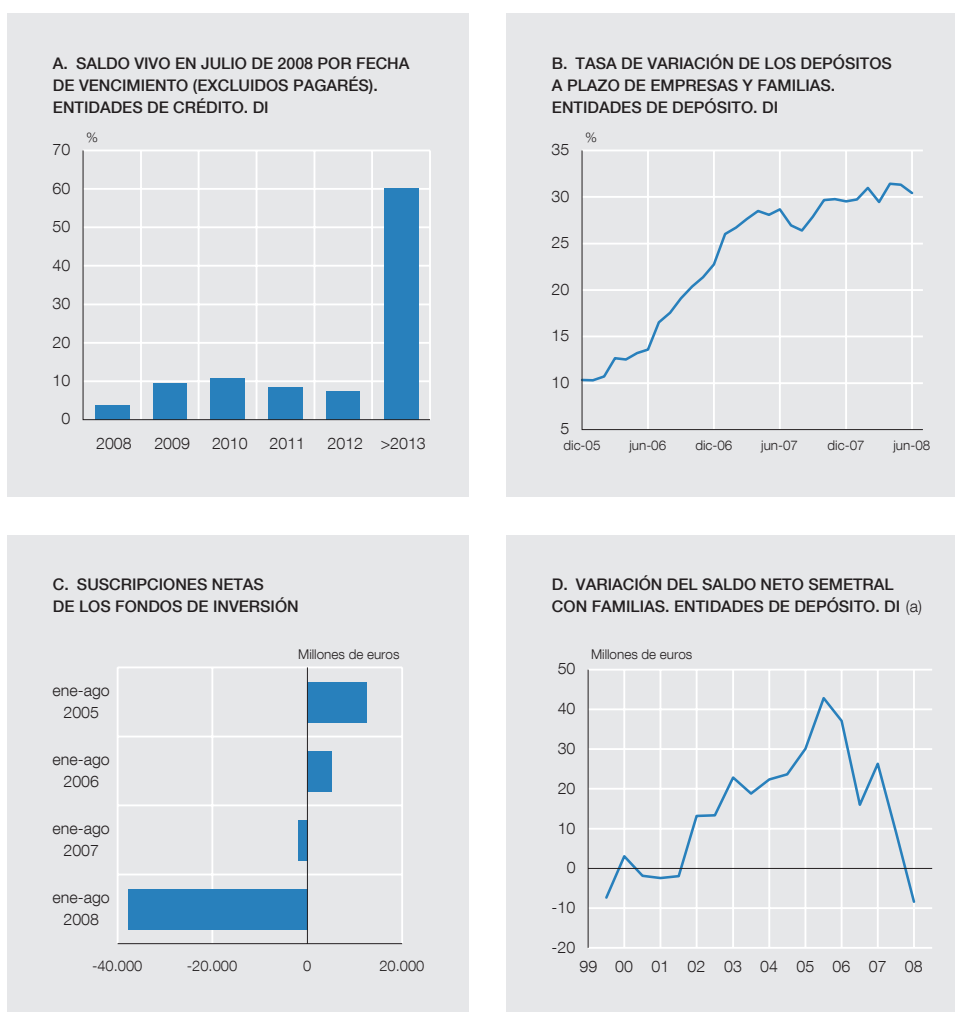
Las entidades españolas hicieron colocaciones en los mercados aprovechando las oportunidades que se abrieron de forma puntual...

Durante el presente año las entidades de depósito españolas, a pesar de las dificultades existentes, tuvieron capacidad para colocar en el mercado unos 36.000 millones de euros a través de deuda financiera sin garantía (22.000 millones de euros) y de cédulas hipotecarias (14.000 millones de euros). En las actuales circunstancias de los mercados financieros internacionales, no solo los volúmenes —que se concentraron principalmente en el segundo trimestre del año— fueron significativos, sino que también lo es el que un amplio número de entidades haya tenido acceso a los mercados mayoristas.

... pero en la actualidad persisten las dificultades,...

No obstante, el acceso a estos mercados, tanto para las entidades españolas como para las de otros países de nuestro entorno, no ha sido continuo ni fluido, sino que se ha producido al abrirse oportunidades de colocación de los instrumentos entre unos inversores muy reacios a tomar riesgo e inmersos en su propio proceso de reestructuración de carteras y fuentes de financiación. Esto ilustra la severidad de las dificultades actuales, habiéndose cerrado casi completamente estos mercados, que eran muy profundos y líquidos hasta mediados de 2007. El plan de actuación del Gobierno español, que se enmarca dentro del decidido por los países de la zona del euro, en la medida en que aporta la garantía del Estado a las emisiones de las

... dificultades que debería mitigar la aportación de garantía estatal a las emisiones de las entidades.



FUENTES: Información de mercado, INVERCO y Banco de España.

a. Saldo neto definido como crédito menos depósitos.

entidades, debería contribuir a reabrir las posibilidades de financiación de las entidades españolas.

Las carteras hipotecarias titulizadas por las entidades españolas se caracterizan por su granularidad y por la simplicidad de las estructuras empleadas.

Hay dos factores que explican la calidad de las carteras titulizadas por las entidades españolas. Por un lado, se trata de carteras muy granulares (es decir, compuestas por muchos préstamos de pequeño importe y diversificados) y, en general, con LTV (cociente entre el valor del préstamo hipotecario y el de la vivienda financiada) moderados (valores promedio en el entorno del 70%). Por otro lado, las propias estructuras de titulización empleadas han sido muy sencillas y se han concretado en bonos de titulización muy alejados, por su falta de complejidad y elevado grado de transparencia, de los que se han desarrollado en otros sistemas bancarios. A ello ha contribuido la concepción de la titulización por parte de las entidades españolas, que, lejos de considerarla como un negocio en sí mismo, se ha entendido como una fuente adicional de captación de financiación, de tal modo que la mayor parte de los riesgos se ha mantenido en los balances bancarios. Además de evitarse de este modo los serios problemas de incentivos en la concesión y posterior seguimiento de los préstamos que se han revelado en el caso estadounidense, los bonos resultantes de los procesos de titulización en España tienen una notable calidad crediticia (en promedio, el 93% es triple A).

Así, es muy difícil pensar que los bonos de mayor rating, que son la práctica totalidad, puedan verse afectados por el aumento de la morosidad, incluso considerando escenarios muy adversos.

Dados los actuales niveles de la morosidad hipotecaria en España (1,28% en junio de 2008), es difícil pensar que los impagos de la cartera crediticia puedan afectar a los bonos de mayor calidad. Considerando, como se ha mencionado, que el tramo de mayor calidad crediticia suele representar el 93% de los bonos emitidos, para que estos sufrieran pérdidas, la probabilidad de impago de los préstamos hipotecarios, considerando una LGD del 50% (muy elevada para el caso español, ya que en la anterior fase recesiva dicha pérdida prácticamente fue nula), debería subir al 14% (28% si la LGD fuera del 25%), un nivel incluso muy alejado del que se registró en 1993 (4% de ratio de morosidad hipotecaria), última crisis de la economía española. Para un préstamo con un LTV inferior al 80% y una LGD del 50%, debe producirse una caída del precio de la vivienda superior al 60% para que existan pérdidas, un escenario de estrés muy fuerte con una probabilidad de ocurrencia muy reducida. Téngase en cuenta, además, que este tipo de ejercicios de estrés, válidos para el caso español, no son posibles en aquellos sistemas bancarios en los que se han realizado titulizaciones sucesivas, ya que ni los activos subyacentes son granulares, ni las distribuciones de probabilidad homogéneas.

El modelo de banca tradicional minorista vigente en España está posibilitando la recomposición del pasivo, aumentando la captación de depósitos...

En este contexto, las entidades españolas han reaccionado con rapidez, fortaleciendo su tradicionalmente sólida base de depósitos de la clientela. Esto es posible, en buena medida, debido a su propio modelo de negocio. La banca española desarrolla una actividad típicamente minorista, de modo que existe una estrecha vinculación con la clientela. Esta vinculación se fortalece por la proximidad al cliente, a través de la amplia red de oficinas a su disposición, y permite el establecimiento de relaciones de largo plazo. Asimismo, la banca española dispone de una probada capacidad para cambiar la oferta combinada de productos de ahorro a sus clientes (depósitos, fondos de inversión, seguros de vida, etc.).

... en especial a plazo, que, si bien incorporan un mayor coste, ofrecen más estabilidad.

Estas características estructurales del sistema bancario español están ayudando a las entidades a reestructurar sus balances. Así, en el último año las entidades han captado un importante volumen de depósitos a plazo, con tasas de crecimiento en torno al 30% (gráfico 2.6.B). El incremento de los depósitos a plazo ha aumentado su peso relativo en relación con aquellos a la vista, lo que, si bien a un mayor coste, ofrece más estabilidad a la estructura del pasivo. Asimismo, cabe pensar que también se han captado recursos provenientes de los fondos de inversión (gráfico 2.6.C). Aun así, y como ya se ha mencionado a lo largo del presente IEF, las dificultades para la obtención de financiación en los mercados internacionales añaden considerables dificultades adicionales para las entidades españolas. El plan anunciado por el Gobierno español, que se integra dentro del plan de actuación de los países de la zona del euro, debería contribuir a amortiguar dichas dificultades (recuadro 1.2).

Esta recomposición del pasivo, unida al menor ritmo de avance del crédito, hace que el saldo entre la nueva financiación otorgada y la captada (créditos nuevos menos depósitos nuevos) se haya ido cerrando progresivamente, superando la captación de depósitos de las familias el crédito concedido a este sector en el primer semestre de 2008 (gráfico 2.6.D).

2.1.2 RENTABILIDAD

La cuenta de resultados sigue dando muestras de su recurrencia...

A pesar de la compleja evolución de los mercados financieros y de la significativa desaceleración económica en España, las entidades de depósito españolas han presentado una cuenta de resultados que continúa dando muestras de su recurrencia, sobre todo si se compara con la que presentan otros sistemas bancarios de nuestro entorno. La recurrencia de su negocio queda reforzada por la escasa vinculación de los ingresos con la evolución de los mercados financieros.

... y, a pesar de la ligera caída del resultado...

El resultado neto atribuido al grupo ha sido algo superior a los 15.100 millones de euros hasta junio de 2008, si bien se ha reducido ligeramente (2,5%) con respecto a junio de 2007

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

Entidades de depósito

CUADRO 2.2

	JUN-08		JUN-07	JUN-08
	m€	% VAR. JUN-08/ JUN-07	% ATM	% ATM
Productos financieros	83.686	23,7	4,82	5,41
Costes financieros	54.610	30,0	3,00	3,53
Margen de intermediación	29.076	13,5	1,83	1,88
Resultados entidades método participación	2.541	18,9	0,15	0,16
Comisiones netas	11.025	-0,1	0,79	0,71
Resultado operaciones financieras	5.983	8,0	0,40	0,39
Margen ordinario	48.625	9,7	3,16	3,15
Gastos de explotación	21.429	8,3	1,41	1,39
Otros resultados de explotación	677	-0,9	0,05	0,04
Margen de explotación	27.873	10,5	1,80	1,80
Pérdidas por deterioro de activos	8.479	63,0	0,37	0,55
Dotaciones a provisiones (neto)	1.195	14,0	0,07	0,08
Otros resultados (neto)	1.463	0,6	0,11	0,10
Resultados antes de impuestos	19.662	-3,8	1,46	1,27
Resultado neto	15.996	-1,2	1,15	1,03
PRO MEMORIA:				
Resultado neto del grupo	15.149	-2,5	1,11	0,98

FUENTE: Banco de España.

(cuadro 2.2). La ligera caída del resultado se explica, en parte, por el contexto más complejo en el que han operado las entidades, así como por la muy favorable evolución que registró en la primera mitad del pasado ejercicio, en el que, además, varias entidades de elevado tamaño realizaron ventas singulares de algunas de sus participaciones. Asimismo, hay que tener en consideración que los negocios en el extranjero se ven negativamente afectados en su conversión a euros, debido a la evolución de los tipos de cambio.

... la rentabilidad se mantiene en niveles elevados.

La rentabilidad de los recursos propios (ROE), en línea con la ligera caída de los resultados, se reduce de forma homogénea entre entidades (gráfico 2.7.A), desde el 21,5% en junio de 2007 hasta el 17,7% en junio de 2008. A pesar del descenso, los niveles actuales del ROE son muy elevados, y claramente superiores a los de la rentabilidad de la deuda pública (gráfico 2.7.B).

La recurrencia se observa en los tres márgenes...

La recurrencia de la cuenta de resultados se observa en la buena evolución de sus tres principales márgenes (gráfico 2.7.C), y en particular en la del margen de intermediación (negocio de banca tradicional minorista) y en la de los gastos de explotación, que amortiguan el estancamiento de las comisiones y el notable crecimiento de las dotaciones para insolvencias (gráfico 2.7.D).

... y en particular en el de intermediación, que refleja la persistencia de los ingresos y la capacidad de ajustar los tipos de interés a la prima de riesgo general del mercado.

El margen de intermediación crece un 13,5% (5 pb en términos de los ATM, hasta el 1,88%), y ello pese a la desaceleración en la actividad y a los mayores costes de financiación. A diferencia de las entidades de otros países, las españolas mantienen un elevado porcentaje del crédito concedido a tipo variable (gráfico 2.8.A), lo que les permite ajustar los tipos de interés más rápidamente a la prima de riesgo general del mercado, manteniendo la estabilidad del diferencial entre los tipos marginales activos y pasivos (gráfico 2.8.B). La persistencia de las tensiones en los mercados financieros internacionales hará que los costes de financiación sigan presionando el margen de intermediación a la baja.



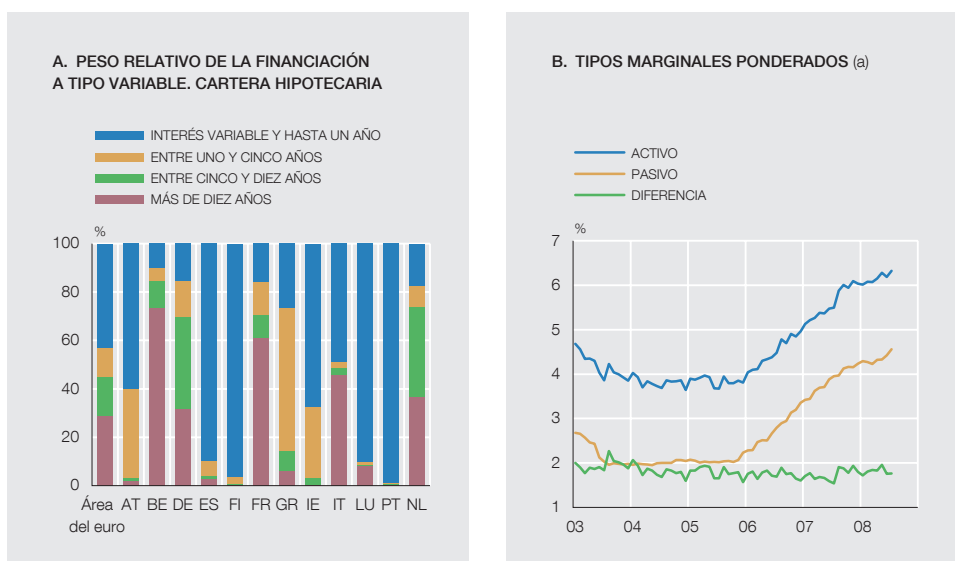
FUENTE: Banco de España.

Los gastos de explotación todavía crecen a tasas elevadas (8,3%), aunque inferiores al crecimiento del margen ordinario (9,7%), lo que ha provocado que la ratio de eficiencia pasara del 44,6% en junio de 2007 al 44,1% en junio de 2008. Esta evolución ha sido generalizada para las entidades de depósito, especialmente para las de mayor tamaño (gráfico 2.9.A). Los gastos de explotación se han desacelerado ligeramente en los negocios en España (del 9,1% en junio de 2007 al 8% en junio de 2008), especialmente los gastos generales de administración, mientras que la contribución a la tasa de variación total de los de personal y de amortización es similar a la registrada en el ejercicio anterior. Los datos de junio de 2008 (gráfico 2.9.B) muestran que las entidades han empezado a actuar sobre los gastos en los que tienen un mayor margen de maniobra en el corto plazo (publicidad y propaganda), pero siguen creciendo la apertura de oficinas (3,8% en junio de 2008) y la contratación de nuevos empleados (4,2% en junio de 2008).

FINANCIACIÓN A TIPO VARIABLE Y TIPOS DE INTERÉS MARGINALES.

GRÁFICO 2.8

Entidades de depósito. DI



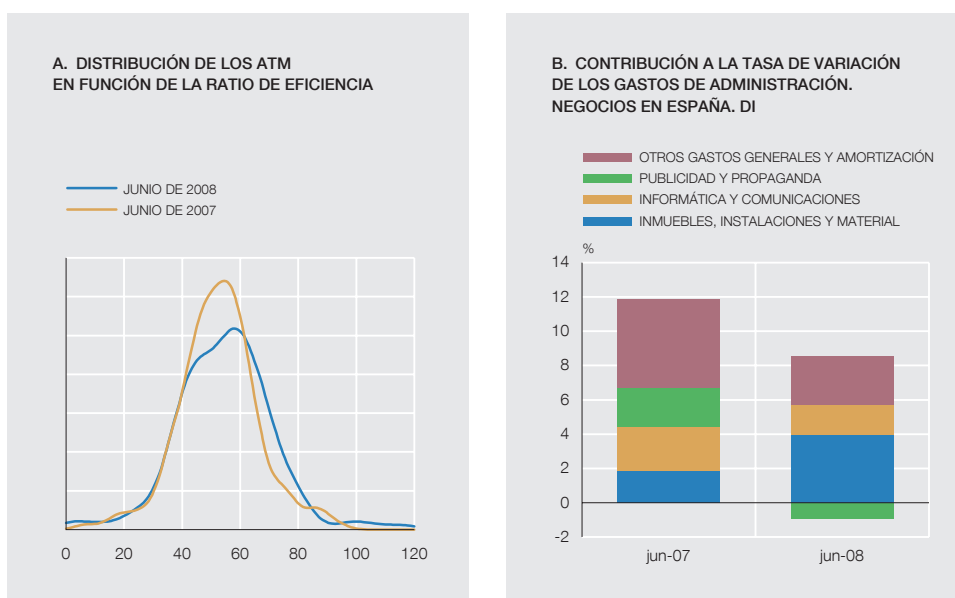
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Los tipos de interés marginales se refieren a los establecidos en operaciones iniciadas o renovadas en el mes anterior de referencia, ponderándose dichas operaciones por su volumen. Los tipos marginales ponderados de activo incluyen, entre otros, los vigentes para la financiación de vivienda, consumo y crédito a empresas no financieras, mientras que los de pasivo incluyen imposiciones a plazo fijo y cesiones temporales de activos, entre otros.

EVOLUCIÓN DE LOS GASTOS DE EXPLOTACIÓN Y DE LA EFICIENCIA

GRÁFICO 2.9

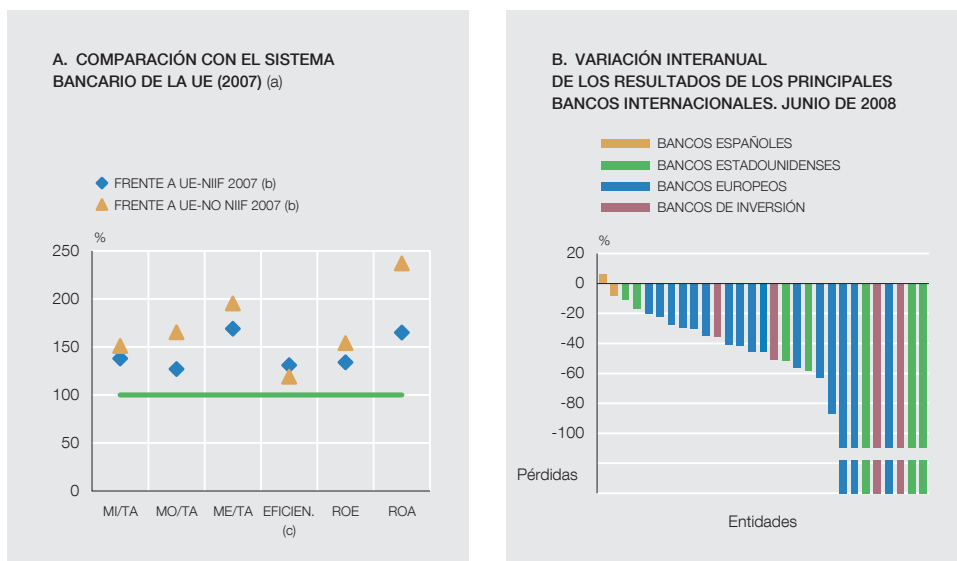
Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

Las entidades deben intensificar sus esfuerzos por racionalizar sus costes operativos.

Estos datos muestran la existencia de margen de maniobra para actuar sobre los costes operativos. Es más, en las actuales circunstancias del negocio bancario, las entidades deben hacer mayores esfuerzos para reducir sus costes operativos. Estos esfuerzos van desde la racionalización de su operativa y del nivel y la estructura de costes hasta el aprovechamiento de las economías de escala que puedan surgir de eventuales procesos de consolidación



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Datos de España entre datos medios de la UE. Por encima del valor 100 (línea verde) la situación de España es más favorable y por debajo sería desfavorable.
- b. A efectos de la información recabada por el BCE, UE-NIIF (UE-NO NIIF) son aquellos países que (no) presentan sus estados consolidados según las Normas Internacionales de Información Financiera.
- c. EFICIENCIA: inversa de la ratio de eficiencia, lo que implica que valores por encima de 100 (línea verde) reflejan una mejor posición relativa de las entidades españolas.

bancaria. En cualquier caso, y cualquiera que sea la estrategia elegida por cada entidad, el resultado debería llevar a una mayor eficiencia en costes. El control riguroso de los costes deberá contribuir a amortiguar el impacto que en los próximos años tendrán sobre los resultados el saneamiento de los activos dudosos y el menor ritmo de expansión de la actividad bancaria.

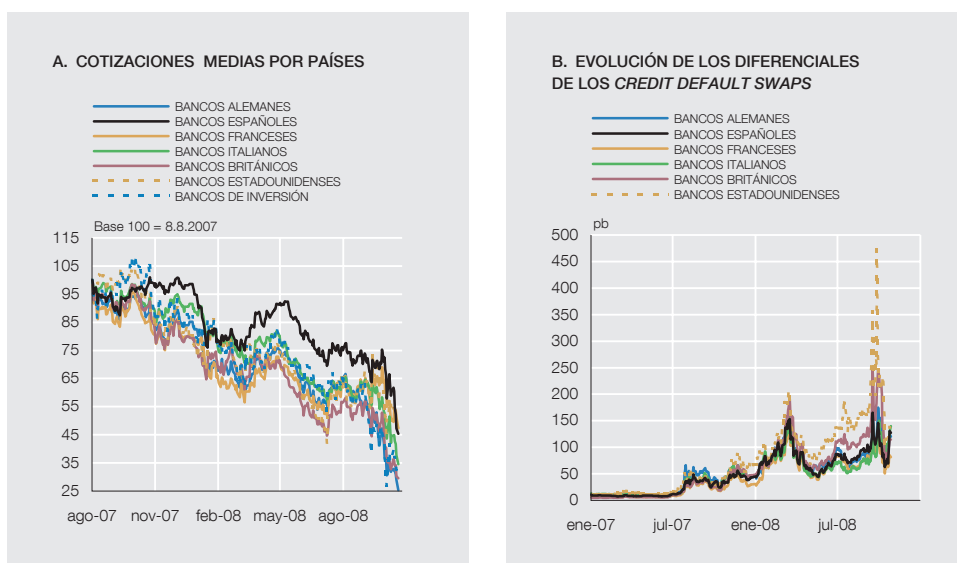
Las comisiones no han crecido...

La atonía de las comisiones, tendencia que no cabe pensar que vaya a revertir en el corto plazo, se explica básicamente por el menor volumen de servicios de valores y de comercialización de productos no bancarios, así como por el menor crecimiento de las de servicios de cobros y pagos, probablemente debido a la política de reducción seguida por numerosas entidades y por el menor volumen de actividad.

... y las dotaciones para insolvencias crediticias sí lo han hecho con intensidad.

Finalmente, para explicar la reducción del resultado neto del grupo, dado el crecimiento del margen de explotación del 10,5% (manteniéndose estable sobre ATM), hay que tomar en consideración el notable crecimiento (63%) de las pérdidas por deterioro de activos, que en su práctica totalidad se deben a insolvencias crediticias. Este comportamiento obedece al aumento de las dotaciones específicas, consecuencia del repunte de la morosidad, y aunque la provisión genérica ha amortiguado parte de ese efecto, no lo ha hecho en mayor medida debido a que numerosas entidades, siguiendo una política de prudencia, han continuado realizando dotaciones.

Como se ha mencionado a lo largo de este IEF, si bien las entidades españolas afrontan un período mucho más complejo, disponen de un margen de maniobra que deben aprovechar para amortiguar las dificultades. Desde el punto de vista de la cuenta de resultados, ello es así por su buena posición de partida.



FUENTE: Datastream.

En comparación con la UE, la posición de partida es buena.

Esto se refleja en la mejor evolución en bolsa, si bien la percepción sobre el riesgo de crédito es similar a la de otros sistemas financieros.

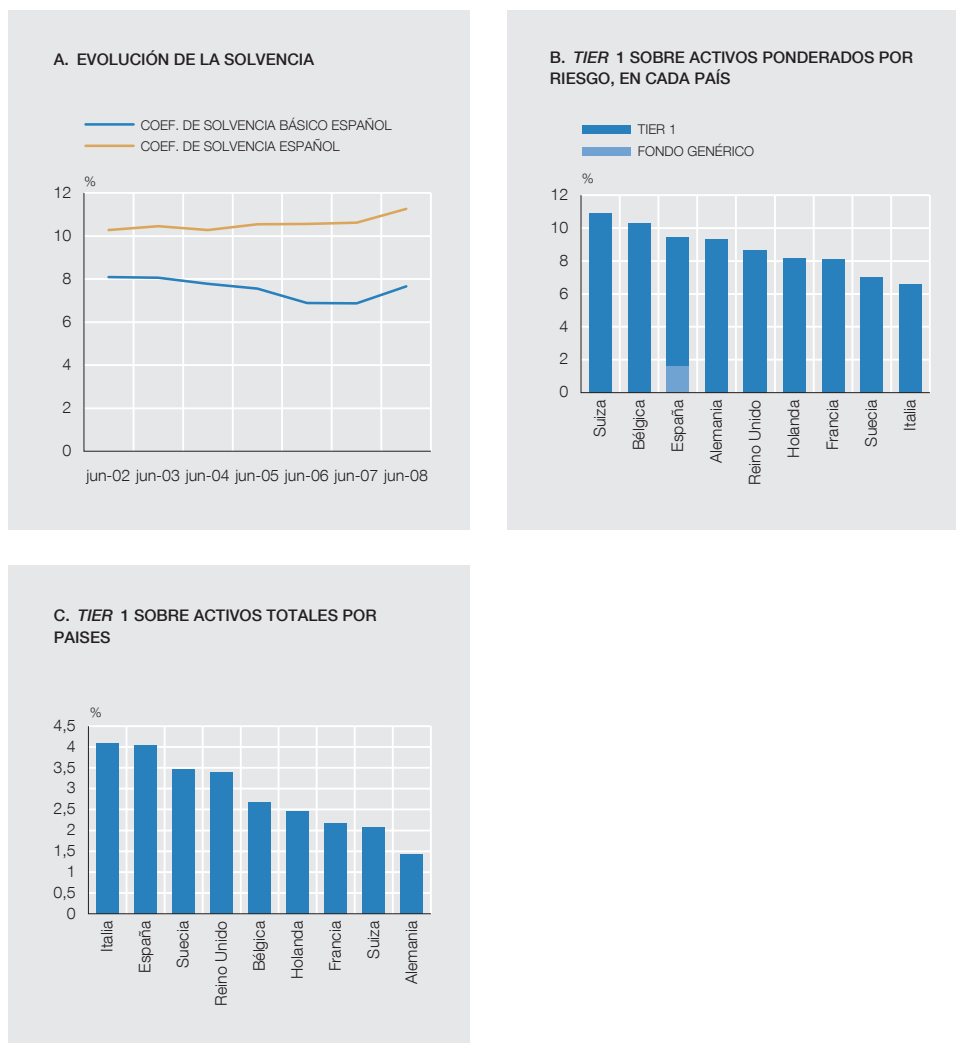
Dicha posición de partida se constata al comparar los resultados del sistema bancario español con la media de la UE (últimos datos disponibles, de diciembre de 2007). Se observa que las entidades españolas tienen una mayor rentabilidad y eficiencia (gráfico 2.10.A). A ello contribuyen la recurrencia de su negocio tradicional minorista y su capacidad de gestión de costes.

En segundo lugar, se ha mencionado que no haber experimentado el impacto directo de la crisis del *subprime* ofrece márgenes de maniobra adicionales. La comparación de la evolución de los resultados registrados en la primera mitad de 2008 para los grandes bancos muestra el mejor comportamiento de los españoles (gráfico 2.10.B). Estas diferencias se reflejan en sus cotizaciones, que han caído con menos intensidad que la que se ha observado para las entidades de elevado tamaño de otros sistemas bancarios (gráfico 2.11.A), si bien la percepción sobre su riesgo de crédito, que aumenta, es similar a la de otros bancos internacionales, y sensiblemente menor que la registrada para las entidades estadounidenses (gráfico 2.11.B)⁸.

La implementación de las medidas relativas al fortalecimiento del capital de las entidades de crédito acordadas por los países de la UE, en la medida en que pudieran ser destinadas a entidades que no experimentan problemas de solvencia, supondría un efecto negativo no deseado, ya que dificultaría la capacidad de discriminación entre entidades de los agentes que participan en los mercados financieros, lo que podría dificultar el retorno de estos últimos a una situación de normalidad.

A pesar de una evolución favorable, tanto a nivel absoluto como en comparación con otros sistemas bancarios, los riesgos en la evolución de la cuenta de resultados de las entidades son a la baja, sobre todo por el esperable aumento en las dotaciones a insolvencias. En cualquier caso, el negocio bancario es cíclico y, por tanto, no cabe esperar las altas rentabilidades del pasado reciente cuando el entorno económico y financiero es mucho más desfavorable.

8. Las primas de riesgo derivadas de los CDS de otras entidades españolas de menor tamaño hay que tomarlas con mucha cautela, porque la liquidez de dicho mercado suele ser muy reducida, al igual que su transparencia.



FUENTES: Banco de España e información publicada por las entidades.

2.1.3 SOLVENCIA

Las entidades españolas han declarado los datos de solvencia de junio de 2008 de acuerdo con la nueva Circular de solvencia.

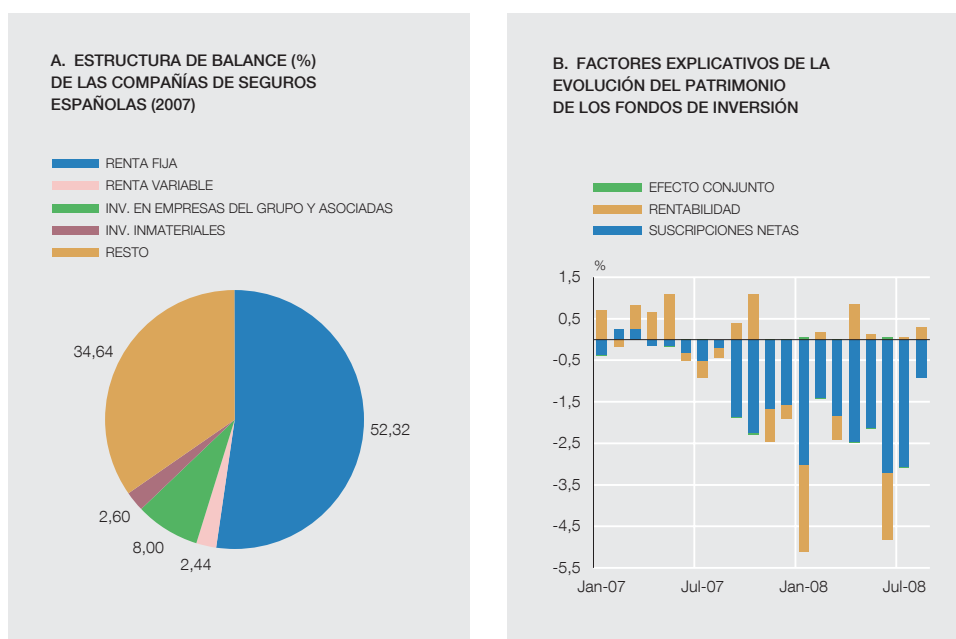
Tanto el coeficiente total como el básico se sitúan ampliamente por encima de los mínimos regulatorios...

... mejorando respecto a junio de 2007, y ello a pesar de los criterios prudentes con los que se está desarrollando el proceso de transición a Basilea II.

La reciente transposición de la Directiva de requerimientos de capital de la Unión Europea al marco normativo español ha implicado que, en junio de 2008, las entidades de depósito que tienen la obligación de declarar la situación de su solvencia al Banco de España lo hayan hecho por primera vez de acuerdo con los criterios del Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II).

En junio de 2008, la ratio de solvencia del conjunto de entidades de depósito se situaba en el 11,3%, mientras que el coeficiente básico (*tier 1*) registraba un 7,7%. En ambos casos, las entidades de depósito españolas se sitúan ampliamente por encima de los mínimos regulatorios exigidos por la normativa.

En comparación con junio de 2007, tanto el coeficiente de solvencia total (desde el 10,6% hasta el mencionado 11,3%) como el básico (desde el 6,9% hasta el 7,7%) registran una evolución positiva (gráfico 2.12.A). Esta favorable evolución de la solvencia, y en particular del coeficiente que refleja los recursos propios de mayor calidad, se ha producido aun teniendo en cuenta que, en el caso español, no se pueden esperar mejoras significativas de las ratios de capital debido al cambio normativo. Ello se debe a los criterios prudentes con los que se está desarrollando este proceso de transición.



FUENTES: Inverco, Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y Banco de España.

La sólida posición de solvencia de las entidades españolas queda corroborada cuando se analiza su ratio básica (core capital)...

La fortaleza en términos de solvencia de las entidades españolas se observa también cuando se analizan otras medidas de capital sobre las que, si bien no existen exigencias regulatorias, sí son tenidas en cuenta por el mercado al analizar la posición de las entidades, ya que consideran los elementos del capital de la mejor calidad. Así, la ratio denominada *core capital*, es decir, el capital más las reservas sobre los activos ponderados por riesgo, registra un 9,12% en junio de 2008. Si a la ratio anterior se le sustraen los activos inmateriales (básicamente, fondo de comercio en el caso de las entidades españolas), la ratio se sitúa todavía en niveles confortables (7,14% en junio de 2008).

... así como cuando se compara a nivel internacional.

La posición de solvencia de las entidades españolas en comparación con las de los sistemas bancarios europeos de nuestro entorno se sitúa en torno a la media, y más aún cuando se consideran los fondos constituidos como provisiones genéricas (gráfico 2.12.B). Ahora bien, como los acontecimientos recientes han puesto de manifiesto, ratios de capital muy elevadas, incluso del capital más básico, no han evitado que las entidades de depósito de diferentes países europeos hayan experimentado notables dificultades, siendo necesaria, de una u otra forma, la intervención de las autoridades públicas. De hecho, varias de las entidades que han precisado de esta ayuda se situaban en los primeros puestos, antes de que se concretara la crisis financiera internacional, en términos de sus ratios de capital. Esto probablemente refleja la insuficiencia de requerimientos de capital para cierto tipo de activos, en particular los incluidos en la cartera de negociación, que, como se ha puesto de manifiesto, incorporan un elevado riesgo de crédito, así como la vuelta al balance de vehículos contabilizados fuera de balance y que han tensionado los requerimientos de capital por encima de lo recogido en las cifras previas.

Algunas entidades internacionales con elevados ratios de solvencia han tenido que ser, de una u otra forma, rescatadas, lo que refleja las limitaciones de los ratios de solvencia para determinados activos incluidos en la cartera de negociación y la existencia de estructuras fuera de sus balances.

Por este motivo, son relevantes los ratios de apalancamiento...

En este sentido, la coyuntura actual ha demostrado que el nivel de apalancamiento de las entidades de depósito, al margen de otras consideraciones, es también muy relevante. Para el conjunto de entidades de depósito españolas, ese nivel de apalancamiento se sitúa en niveles en el entorno del 4,8% cuando se ponen en relación el capital básico (*tier 1*) con el

activo total. Cuando se considera el capital más las reservas, dicha ratio está en niveles del 5,7%, y sube al 6,7% cuando se tienen en cuenta las provisiones genéricas en dicho cociente.

... mostrando las entidades españolas una posición destacada en el contexto internacional.

La buena posición de las entidades españolas en términos de su apalancamiento queda reflejada cuando se compara la situación de las mayores entidades europeas (gráfico 2.12.C). En términos del *core capital*, la información disponible es más limitada, pero dicha fortaleza relativa en favor de las entidades españolas queda corroborada. No obstante, en el marco de las actuales incertidumbres, tanto sobre la evolución de la economía mundial como de los principales mercados financieros, el reforzamiento de los recursos propios es un elemento que deberá ser analizado detenidamente por las entidades.

La recapitalización de algunas entidades que aparentemente no tienen problemas de solvencia por parte de algunos gobiernos puede distorsionar el terreno de juego competitivo, al tiempo que surgen dudas acerca de que los instrumentos que se están empleando en dichos procesos de recapitalización puedan considerarse capital de la mejor calidad (tier 1 o core capital).

Este análisis se ha elaborado sin considerar las medidas que diferentes gobiernos europeos están desarrollando para aportar más capital a buena parte de sus mayores entidades (por ejemplo, Reino Unido, Holanda o Francia). En la medida en que estas actuaciones no estén cuidadosamente diseñadas y explicadas al mercado, de tal modo que también las entidades que no han manifestado problemas de solvencia se vean favorecidas, el terreno de juego competitivo se podría ver alterado, al tiempo que se introducirían distorsiones que harían más compleja la tarea de discriminación por parte de los agentes que participan en los mercados financieros. Se generarían así efectos contraproducentes, que dificultarían el retorno de los mercados financieros a una situación de mayor normalidad. Además, existen dudas sobre cómo encajan las características de los instrumentos empleados para recapitalizar a los bancos con, según los acuerdos alcanzados en el seno del Comité de Basilea y las directivas comunitarias aplicables, las características que deben tener tanto el *tier 1* como el *core capital*. En concreto, las acciones preferentes acumulativas pertenecen claramente a la categoría del capital de segunda categoría.

2.2 Compañías de seguros y fondos de inversión

El sector asegurador internacional afronta un entorno más complejo, si bien en las compañías españolas las exposiciones a los productos problemáticos son muy limitadas.

Desde una perspectiva internacional, las dificultades que atraviesa el sector asegurador han quedado patentes en el caso de una de las mayores compañías del mundo (AIG), al tiempo que la necesidad de la intervención pública ejemplifica el calado de su impacto en el sistema financiero. Asimismo, en el ámbito internacional también permanece vigente la preocupación acerca de los monolines que ya se puso de manifiesto en el anterior IEF.

Para las compañías de seguros españolas, las exposiciones tanto a los productos complejos y poco transparentes, que se han revelado problemáticos, como a los monolines se estiman poco significativas. Asimismo, su estructura de balance, en el que la renta variable tiene un peso reducido (gráfico 2.13.A) contribuye a mitigar los efectos adversos derivados de la evolución de los mercados internacionales.

La posición de partida es buena, aunque han de afrontar una peor coyuntura económica...

No obstante, las compañías españolas han de afrontar, a pesar de su favorable rentabilidad (ROE del 26,4% y ROA del 2,6% en 2007) y elevado margen de solvencia (195% en el seguro de vida y 343% en el de no vida en 2007), las dificultades derivadas de una coyuntura económica más desfavorable, en un entorno financiero mucho más complejo.

Así, el sector del seguro del automóvil, que se ha beneficiado de la reducción de la siniestralidad, se ve afectado negativamente por la disminución de las ventas de coches y por el efecto que la inflación pueda tener en el coste de reparación de los vehículos. Por su parte, la caída en la venta de viviendas afecta negativamente al nuevo seguro multirriesgo del hogar, al seguro de vida ligado a hipotecas para adquisición de vivienda y al de protección de pagos por desempleo.

... así como la mayor presión competitiva por la captación del ahorro de las familias...

Asimismo, el negocio de seguros de vida se ha tenido que enfrentar, desde el último cuatrimestre del año pasado, a una fuerte competencia de las entidades de depósito por la captación del ahorro de las familias.

...que también afecta a los fondos de inversión.

Esta mayor presión competitiva por parte de las entidades de depósito también afecta a los fondos de inversión (fuerte disminución de las suscripciones netas), lo que, unido a las dificultades en los mercados financieros internacionales (menores rentabilidades), contribuye a explicar la reducción de su patrimonio (gráfico 2.13.B).

3 Infraestructuras

Nuevas medidas de control de riesgos del Eurosistema

En febrero de 2009 el Eurosistema modificará sus medidas sobre su sistema de aceptación de colateral, que aunque ha demostrado ser sólido...

... se revisa cada dos años, si bien en esta ocasión incluirá lecciones aprendidas a raíz de las turbulencias.

Los cambios preservan la esencia de la política de colateral, siendo las modificaciones de carácter técnico.

El 4 de septiembre, el Eurosistema anunció cambios en las medidas de control de riesgos aplicadas a los activos de garantía de sus operaciones de crédito a sus contrapartidas. Estas medidas entrarán en vigor en febrero de 2009. El sistema de activos de garantía implantado por el Eurosistema ha demostrado ser sólido y eficiente en todo momento. Como ya se destacó en el IEF de noviembre de 2007, la aceptación de una amplia gama de activos de garantía ha constituido un rasgo diferencial que ha contribuido favorablemente a la resistencia de los mercados financieros en las presentes circunstancias.

No obstante, en un esquema de colateralización en el que la elegibilidad de los activos queda determinada esencialmente por principios relativamente generales, resulta importante contrastar periódicamente la adecuación entre los rasgos y parámetros del esquema de control de riesgos y la realidad del mercado. Las modificaciones anunciadas por el Eurosistema se enmarcan en el contexto de las revisiones ordinarias que tienen lugar cada dos años, revisiones que permiten actualizar la información relevante extraída de los mercados financieros con el fin de adecuar la política de control de riesgos. Por ello, a raíz de las turbulencias financieras internacionales, estas modificaciones incorporan también las lecciones adquiridas durante la actual situación de los mercados.

Las modificaciones se consideran ajustes técnicos, preservando la esencia de la política de colateral del Eurosistema. Los cambios, de un modo muy sintético, pueden agruparse en torno a las siguientes cuestiones. Primero, se amplían los recortes de valoración aplicados a diferentes instrumentos aceptados como colateral¹. Segundo, se refuerzan las exigencias de transparencia en el *rating* de los bonos de titulización. Tercero, se amplía la definición de «vínculos estrechos», para incluir situaciones en las que una entidad presenta un bono de titulización como garantía cuando dicha entidad (o cualquier otra con la que tenga vínculos estrechos) apoya, en determinadas circunstancias, este bono de titulización². Finalmente, el Eurosistema podrá, en su caso, y a pesar del cumplimiento de los requisitos formales, limitar o excluir el uso de determinados activos como garantía para sus operaciones de crédito, incluso con carácter individual para entidades de contrapartida concretas.

El incremento en los recortes de valoración de determinados instrumentos supone una actualización del nivel de recortes que se juzga apropiado mantener para activos negociables que estaban incluidos en las categorías menos líquidas. En el caso concreto de los bonos de titulización, la observación de que los precios de estos activos habían experimentado caídas significativas en distintos mercados, incluso en períodos cortos de tiempo, parecía justificar un ajuste al alza en sus recortes. La uniformidad del nuevo nivel de recorte, con independencia del plazo o tipo de cupón del bono, responde a que el riesgo en este tipo de productos está más relacionado con los activos subyacentes, cuyos vencimientos son generalmente a largo plazo, que con el bono de titulización en sí mismo. El incremento de los recortes en el papel bancario no garantizado responde a la mayor concentración de riesgos que este activo introduce. Por su parte, la introducción de una reducción del 5% en el valor teórico de los bonos

1. Estas medidas se sintetizan en: (i) incremento de los recortes de los bonos de titulización para todos los plazos y tipos de cupón, hasta situarlos en el 12%; (ii) incremento de los recortes en un 5% respecto de los que ya tenían con anterioridad para los instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito (distintos de los bonos bancarios garantizados), y (iii) los bonos de titulización a los que se atribuya un valor teórico (por carecer de precio de mercado) estarán sujetos a una reducción del 5% de dicho valor teórico. 2. Ya sea estableciendo una cobertura de divisas con el emisor o avalista o proporcionando un apoyo de liquidez por más del 20% del valor nominal del bono de titulización.

TARGET2-SECURITIES (T2S)

Una de las características de la postcontratación¹ de valores en Europa es la fragmentación en múltiples infraestructuras, aspecto que incide negativamente en la eficiencia de la industria en la integración de los mercados financieros. Esa ineficiencia se pone de manifiesto particularmente en el negocio transfronterizo, donde a las dificultades operativas se le unen unos costes de liquidación mucho más elevados que los de la operativa nacional. El Eurosistema mantiene un especial interés en esta industria, tanto por su compromiso con la integración financiera en Europa como por consideraciones de estabilidad financiera. Refuerzan este interés su condición de usuario de las plataformas de postcontratación y la estrechísima vinculación existente entre liquidación de valores y liquidación de efectivo en cuentas de tesorería de bancos centrales.

Por todo ello, el Eurosistema viene realizando un seguimiento muy estrecho de las soluciones propuestas en el ámbito de la industria de la postcontratación en los últimos años y, en este contexto, ha tomado la iniciativa de desarrollar la plataforma *TARGET2-Securities* (T2S). En efecto, en julio de 2008, tras diversos trabajos preparatorios realizados en continua consulta con todas las partes implicadas, y teniendo en cuenta el apoyo recibido, tanto desde el ámbito político como del propio mercado, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo tomó la decisión de poner en marcha el proyecto T2S. Asimismo decidió que el Eurosistema será el propietario y operador de dicha plataforma, que será desarrollada y operada por los bancos centrales de Alemania, España, Francia e Italia. Las especificaciones de la plataforma, que determinarán el diseño funcional y técnico del sistema, deberán cubrir las necesidades de sus usuarios. A la fase de especificaciones, que debe concluir a fines de 2009, seguirá una fase de desarrollo propiamente dicho, estando prevista la puesta en funcionamiento de T2S para 2013.

T2S es un proyecto muy ambicioso, cuyo objetivo principal es la integración de la liquidación de los valores y la del efectivo asociada a esa operativa en una misma plataforma común. En dicha plataforma, en la que se mantendrán las cuentas de efectivo y de valores adscritas, respectivamente, a los bancos centrales y a los depositarios centrales de valores, se centralizará la liquidación de todas las operaciones de valores en euros (y en otras monedas europeas) en dinero de banco central. Es una infraestructura técnica compartida por todos los depositarios centrales de valores que decidan adherirse al proyecto, que funcionará bajo unas reglas armonizadas y que asegurará la igualdad de trato y acceso a todos los participantes. En todo caso, los depositarios centrales que se adhieran seguirán manteniendo la relación contractual y de negocio con sus clientes.

Desde un punto de vista de estabilidad financiera, T2S supone un avance sustancial en materia de contención de riesgos. La disminución global de riesgos de postcontratación que, sin duda, T2S com-

portará obedece, en gran medida, a la contención en la magnitud de los riesgos legales, de liquidación y de custodia que traerá consigo, especialmente en lo que respecta al tráfico transfronterizo de valores. Además, para mitigar el riesgo adicional que pudiera suponer la concentración de toda la liquidación en una única plataforma se va a adoptar una serie de medidas de control del riesgo operacional especialmente exigentes.

Así, T2S permitirá disminuir los riesgos de principal y aquellos derivados del uso de múltiples actores (cadenas de custodios) involucrados en la liquidación de las operaciones, ya que simplifica enormemente las entregas contra pago en dinero de banco central.

El riesgo de liquidación también podrá reducirse, ya que T2S ofrecerá un servicio de liquidación bruta en tiempo real que estará asistido por mecanismos de optimización, tanto por el lado de los valores y como por el del efectivo (autocolateralización con valores en flujo y en *stock*). Estos mecanismos permiten aprovechar las ventajas de los modelos netos, al reducir las necesidades de liquidez propias de los sistemas brutos, sin incorporar los riesgos inherentes a dichos modelos netos.

Desde un punto de vista de la seguridad operacional, al construirse sobre la infraestructura de TARGET2, T2S contará con unos niveles de fiabilidad y seguridad operativa muy elevados, y con unos mecanismos de contingencia y sistemas de respaldo que asegurarán la recuperación de la actividad y la finalización del proceso de liquidación en situaciones de emergencia. Hay que señalar que TARGET2 responde a los estándares de seguridad internacionales más exigentes.

Por el lado de la eficiencia, la concentración de todas las cuentas de valores y efectivo en la misma plataforma permitirá una mejor gestión del colateral y de la liquidez de los participantes. Esta eficiencia se verá, a su vez, favorecida por la armonización de los protocolos de comunicación y de los procedimientos operativos. Cabe señalar también que la plataforma T2S generará economías de escala y de red, características propias de este tipo de infraestructuras, lo que redundará en unos costes menores, especialmente en el ámbito transfronterizo.

En resumen, es de esperar que T2S contribuya de forma determinante a la creación de un mercado de valores único y más seguro, ayudando a reducir las necesidades de colateral y liquidez de manera sustancial y permitiendo que la operativa transfronteriza en Europa alcance los mismos niveles de eficiencia y seguridad de que goza a nivel nacional. Además, T2S contribuirá favorablemente a la contención del riesgo sistémico inherente a la actividad de la liquidación de valores, ya que incorpora procedimientos que permitirán mitigar una parte importante de los riesgos propios de este tipo de actividad.

1. Compensación y liquidación de valores.

de titulización que carezcan de precios de mercado responde a la pérdida de liquidez de este instrumento, que hace que su valoración teórica esté sometida a mayores incertidumbres, dada la menor disponibilidad de precios de mercado que pueden utilizarse como referencia de su valor intrínseco.

La exigencia de una mayor transparencia en el *rating* de los bonos de titulización, así como la ampliación de la definición de «vínculos estrechos», constituye una respuesta a ciertas prácticas que se han venido observando en algunas emisiones de bonos de titulización. Una fuerte dependencia del perfil de riesgos de un bono de titulización respecto de la entidad de contrapartida puede invalidar su efectividad para servir de garantía en operaciones entre la contrapartida y el Eurosistema. Por su parte, las explicaciones de las agencias de *rating* sobre las razones en que se sustentan las calificaciones crediticias otorgadas a los bonos de titulización han decrecido sustancialmente en los últimos tiempos.

*El efecto de las medidas
será reducido en el
Eurosistema...*

El efecto conjunto de estas medidas, del que cabe pensar que disminuyan el valor de los activos de garantía disponibles, es reducido, ya que el volumen de garantías depositado por las contrapartidas en el Eurosistema es notablemente superior a sus necesidades de financiación.

*... y todavía menor para las
entidades españolas, que
disponen de un elevado
volumen de colateral.*

En el caso de las entidades de contrapartida residentes en España la situación es incluso más desahogada. Posiblemente, la reducción del valor en los activos de garantía sería algo superior en términos porcentuales a la que se estimaba para el Eurosistema, ya que la proporción de bonos de titulización en la composición de los activos de garantía depositados en el Banco de España es algo superior a la del Eurosistema. Sin embargo, el volumen de activos de garantía depositados excede el montante utilizado en las operaciones crediticias con el Banco de España en una proporción incluso más intensa que la que se produce en el Eurosistema: de un volumen de activos de garantía de 170.000 millones de euros, habría que deducir unos 15.000 millones, por lo que quedarían todavía 155.000 millones para garantizar operaciones de política monetaria, que, como máximo, han alcanzado para el conjunto de contrapartidas residentes en España un montante en torno a los 50.000 millones. Finalmente, la ampliación del concepto de vínculos estrechos en los bonos de titulización no afectaría a las entidades de contrapartida residentes en España, puesto que esos bonos depositados por dichas entidades no presentan ninguno de los elementos que los convertirían en no utilizables a partir del 1 de febrero de 2009.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.^a TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILLA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.ª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0723 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Inflation-output gap trade-off with a dominant oil supplier.
- 0724 JUAN AYUSO, JUAN F. JIMENO Y ERNESTO VILLANUEVA: The effects of the introduction of tax incentives on retirement savings.
- 0725 DONATO MASCIANDARO, MARÍA J. NIETO Y HENRIETTE PRAST: Financial governance of banking supervision.
- 0726 LUIS GUTIÉRREZ DE ROZAS: Testing for competition in the Spanish banking industry: The Panzar-Rosse approach revisited.
- 0727 LUCÍA CUADRO SÁEZ, MARCEL FRATZSCHER Y CHRISTIAN THIMANN: The transmission of emerging market shocks to global equity markets.
- 0728 AGUSTÍN MARAVALL Y ANA DEL RÍO: Temporal aggregation, systematic sampling, and the Hodrick-Prescott filter.
- 0729 LUIS J. ÁLVAREZ: What do micro price data tell us on the validity of the New Keynesian Phillips Curve?
- 0730 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: How do intangible assets create economic value? An application to banks.
- 0731 REBECA JIMÉNEZ-RODRÍGUEZ: The industrial impact of oil price shocks: Evidence from the industries of six OECD countries.
- 0732 PILAR CUADRADO, AITOR LACUESTA, JOSÉ MARÍA MARTÍNEZ Y EDUARDO PÉREZ: El futuro de la tasa de actividad española: un enfoque generacional.
- 0733 PALOMA ACEVEDO, ENRIQUE ALBEROLA Y CARMEN BROTO: Local debt expansion... vulnerability reduction? An assessment for six crises-prone countries.
- 0734 PEDRO ALBARRÁN, RAQUEL CARRASCO Y MAITE MARTÍNEZ-GRANADO: Inequality for wage earners and self-employed: Evidence from panel data.
- 0735 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Oil and the great moderation.
- 0736 MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN, JACOB A. BIKKER, ADRIAN VAN RIXTEL Y CHRISTOFFER KOK-SØRENSEN: A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area.
- 0737 MARIO GARCÍA-FERREIRA Y ERNESTO VILLANUEVA: Employment risk and household formation: Evidence from differences in firing costs.

- 0738 LAURA HOSPIDO: Modelling heterogeneity and dynamics in the volatility of individual wages.
- 0739 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Firm productivity dynamics in Spain.
- 0740 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: The output and profit contribution of information technology and advertising investments in banks.
- 0741 ÓSCAR ARCE: Price determinacy under non-Ricardian fiscal strategies.
- 0801 ENRIQUE BENITO: Size, growth and bank dynamics.
- 0802 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Uncertainty and the price of risk in a nominal convergence process.
- 0803 ISABEL ARGIMÓN Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Los determinantes de los saldos presupuestarios de las Comunidades Autónomas.
- 0804 OLYMPIA BOVER: Wealth inequality and household structure: US vs. Spain.
- 0805 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Money and the natural rate of interest: structural estimates for the United States and the euro area.
- 0806 CARLOS THOMAS: Search frictions, real rigidities and inflation dynamics.
- 0807 MAXIMO CAMACHO Y GABRIEL PEREZ-QUIROS: Introducing the EURO-STING: Short Term Indicator of euro area Growth.
- 0808 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: The effect of foreign service on trade volumes and trade partners.
- 0809 AITOR ERCE: A structural model of sovereign debt issuance: assessing the role of financial factors.
- 0810 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y JUAN M. RUIZ: Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 0811 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: Uncertainty and entry into export markets.
- 0812 CARMEN BROTO Y ESTHER RUIZ: Testing for conditional heteroscedasticity in the components of inflation.
- 0813 JUAN J. DOLADO, MARCEL JANSEN Y JUAN F. JIMENO: On the job search in a matching model with heterogeneous jobs and workers.
- 0814 SAMUEL BENTOLILA, JUAN J. DOLADO Y JUAN F. JIMENO: Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain.
- 0815 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Housing Bubbles.
- 0816 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Organizational distance and use of collateral for business loans.
- 0817 CARMEN BROTO, JAVIER DÍAZ-CASSOU Y AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Measuring and explaining the volatility of capital flows towards emerging countries.
- 0818 CARLOS THOMAS Y FRANCESCO ZANETTI: Labor market reform and price stability: an application to the euro area.
- 0819 DAVID G. MAYES, MARÍA J. NIETO Y LARRY WALL: Multiple safety net regulators and agency problems in the EU: Is Prompt Corrective Action partly the solution?
- 0820 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y ANNALISA FERRANDO: The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area.
- 0821 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: Empirical analysis of corporate credit lines.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.ª VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de las finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005.

EDICIONES VARIAS¹

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (***).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (*).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.

VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.

BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.

JOSÉ MARÍA VIÑUELA, PEDRO NAVASCUÉS Y RAFAEL MONEO: El Edificio del Banco de España (2006). 25 €.

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (****).

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web²)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales³)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito⁴

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**), (***) o (****), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. 3. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 4. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

BANCODE ESPAÑA Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
--------------------------------------	---